

# Trabajo Fin de Grado

La economía financiera y monetaria poskeynesiana.

Un recorrido teórico desde H.P. Minsky hasta los últimos  
paradigmas poskeynesianos.

Autor

Rubén Aso Lancis

Director

Alfonso Sánchez Hormigo

Facultad de Economía y Empresa

2018

**Autor:** Rubén Aso Lancis

**Director:** Alfonso Sánchez Hormigo

**Título:** La economía financiera y monetaria poskeynesiana. Un recorrido teórico desde H.P. Minsky hasta los últimos paradigmas poskeynesianos.

**Titulación:** Grado en Economía

## **RESUMEN**

El sector financiero y su papel en la última gran crisis económica han despertado un gran interés a lo largo de la última década, y la escuela poskeynesiana ha sido una de las más prolíficas en el análisis del sector financiero desde las crisis de los setenta. El objetivo de este trabajo es estudiar la evolución de los enfoques poskeynesianos sobre el desarrollo del sector financiero y sus implicaciones en el sistema monetario a lo largo de las últimas cuatro décadas. Para ello repasaremos los principales planteamientos de la escuela poskeynesiana a lo largo de este periodo, partiendo de las teorías de Minsky, continuando con las nuevas perspectivas de la década de los noventa, hasta llegar a las últimas lecturas poskeynesianas de los más recientes hechos económicos.

## **ABSTRACT**

The financial sector and its role in the Great Recession of 2008 has sparked an increasing interest over the last decade. Post Keynesian economists has been one of the most creative school in this sense, because they have focused the attention on the financial sector evolution since the 1970's crises. In this project, I mean to study the Post Keynesian approach evolution of the financial sector and its implications for the monetary system over the last four decades. Through this work, we will review the principal Post Keynesian School approaches, throughout this period on various authors and perspectives. The first attention is on Minsky financial theories, continuing with the new views on 1990's, until the latest Post-Keynesian interpretations about the most recent economic facts.

# **ÍNDICE**

<b>1. Introducción.....</b>	<b>1</b>
1.1. La Gran Recesión y el cuestionamiento de la economía convencional.....	1
1.2. Los orígenes de la escuela poskeynesiana.....	3
1.2.1. Principales corrientes poskeynesianas.....	4
1.2.2. Elementos centrales del poskeynesianismo.....	5
<b>2. Nuevos paradigmas financieros en el poskeynesianismo.....</b>	<b>8</b>
2.1. El fin de la «Edad Dorada del Capitalismo».....	8
2.2. Minsky y la inestabilidad financiera.....	10
2.2.1. Estructuras de pasivos y tendencia a la inestabilidad.....	11
2.2.2. Secuencia de la Hipótesis de la inestabilidad financiera.....	16
2.2.3. El papel del Estado y la autoridad monetaria.....	17
2.2.4. Límites en los mecanismos estabilizadores. La expansión financiera.....	20
<b>3. El poskeynesianismo en los tiempos de «La Gran Moderación».....</b>	<b>22</b>
3.1. Financiarización. Desconexión de la economía real y «parasitismo».....	23
3.2. El supuesto de la endogeneidad monetaria.....	25
3.3. La Teoría Monetaria Moderna.....	29
3.3.1. La política fiscal en la TMM.....	30
3.3.2. La política fiscal como herramienta para lograr el pleno empleo.....	32
<b>4. La Gran Recesión.....</b>	<b>35</b>
4.1. Lecturas poskeynesianas de la crisis del Euro.....	35
<b>5. Conclusiones.....</b>	<b>37</b>
<b>Bibliografía.....</b>	<b>40</b>
<b>Anexo I. Poskeynesianos y neokeynesianos.....</b>	<b>44</b>
<b>Anexo II. El enfoque minskyano de la endogeneidad monetaria.....</b>	<b>46</b>
<b>Anexo III. La financiarización desde la perspectiva de The Other Canon.....</b>	<b>49</b>
<b>Anexo IV. Wynne Godley y el enfoque de los balances sectoriales.....</b>	<b>51</b>
<b>Anexo V. Críticas poskeynesianas a la construcción del Euro.....</b>	<b>53</b>

# **1. Introducción**

## **1.1. La Gran Depresión y el cuestionamiento de la economía convencional**

En las fechas cercanas a la presentación del presente trabajo de fin de grado, la economía internacional recuerda un triste aniversario. El 15 de septiembre de 2008, el coloso financiero Lehman Brothers se declara oficialmente en quiebra, disparando la crisis financiera de 2008 que muy pronto alcanzaría un carácter internacional. Un año antes, en octubre de 2007, la crisis de las “hipotecas *subprime*” arrojaba ya las primeras señales de alerta a la economía mundial acerca de las debilidades de su crecimiento. En un mundo globalizado, con una alta interdependencia existente, tanto entre los mercados financieros de las distintas economías del planeta, como entre los sectores industrial, comercial y financiero, el contagio hacia el resto de las economías fue prácticamente inmediato y puso en cuestión la validez de la política económica aplicada, así como la teoría macroeconómica que la fundamentaba.

Es conocida la anécdota, reproducida en diversos medios y publicaciones, que narra cómo en 2008, la Reina de Inglaterra, Elisabeth II, en su visita a la London School of Economics, rodeada por muchos de los más ilustres economistas del momento, la monarca les reprochó el por qué ningún economista había sido capaz de prever que se avecinaba una crisis (Roberts, 2016: 9-10). Poco tiempo tardó el director ejecutivo de la Academia Británica en contestar a la reina, responsabilizando de ello a lo que él consideraba como una ceguera autoimpuesta por el mundo económico y político, a la que calificó como «psicología de la negación».

No cabe duda de que durante los años que siguieron al estallido de la burbuja “punto com”, los resultados alcistas del sector financiero fueron generando un espíritu de confianza e incluso de euforia en las altas esferas económicas y financieras, que se trasladaron igualmente al conjunto de la sociedad. Sin embargo, son varios los economistas que ponen en duda la creencia en que fuera esa euforia la única o principal responsable de la gran depresión económica que vivimos aquellos años y cuya carga aún arrastra la economía global, así como de la incapacidad del mundo económico para prever los grandes cambios de tendencia que se produjeron.

La magnitud de la crisis; la globalidad de sus efectos; la rápida traslación a distintos mercados financieros, comerciales e industriales; así como su extensión en el

tiempo, parecen apuntar que los episodios económicos que vivimos aquellos años no fueron únicamente un desajuste provocado por un exceso de optimismo en las expectativas, ni se puede achacar principalmente a las grandes irresponsabilidades y excesos cometidos desde los despachos de Wall Street, como inicialmente se relató a través de diversos artículos, documentales y libros divulgativos.

Es en este contexto, ante la falta de respuestas y de interpretaciones desde una perspectiva de análisis global sobre lo que ha sucedido y todavía está sucediendo, es donde vuelve a aparecer la figura de J.M. Keynes. Son muchos los economistas que han recuperado al reconocido economista de la primera mitad del s. XX e inspirador de la política económica de buena parte de la segunda mitad de siglo, para poder interpretar los últimos hechos económicos. Su énfasis sobre la importancia de las cuestiones financieras y monetarias, además del interés sobre el efecto de la incertidumbre y la importancia de los llamados *animal spirits* sobre la economía parecen cobrar una gran relevancia en esta crisis y son diversos los autores que han reivindicado una recuperación del autor.

Junto con la figura de Keynes, también parece haber resurgido el interés por los denominados poskeynesianos. A diferencia de la escuela convencional, el poskeynesianismo, que forma parte del conjunto de escuelas económicas denominadas como «heterodoxas», otorga -especialmente desde la década de 1970– una importancia capital a la estructura y evolución del sector financiero en sus análisis. Por tanto, el interés por dicha escuela se entiende dado que una fracción relevante de los trabajos poskeynesianos, en los últimos cuarenta años, han sido orientados hacia el estudio del gran crecimiento del sector financiero, de su importancia creciente sobre el conjunto de la economía, así como de la inestabilidad financiera y su responsabilidad en el estallido de las crisis, principalmente a partir de los trabajos que desarrolló Hyman P. Minsky.

Personalmente, considero que las corrientes económicas predominantes, como la neoclásica y la neokeynesiana han mostrado, por lo general, poca atención al desarrollo exponencial que el sector financiero ha sufrido en las últimas décadas. Por lo general, las explicaciones más habituales sobre las crisis financieras, o bien centran su atención en la toma de decisiones arriesgadas por parte de los agentes del sector financiero y los efectos que estas decisiones provocan sobre la liquidez, o bien se enfocan hacia los fallos de mercado, las rigideces y los “*animal spirits*” (Akerlof y Shiller, 2009: 277-282), es decir, la influencia del contexto y las expectativas de rendimiento económico, y en definitiva,

de las emociones y otras cuestiones psicológicas que determinan el comportamiento humano sobre la actividad económica.

Aunque es poco discutible que algunos de los fenómenos experimentados por la economía pueden explicarse, al menos en parte, con estas interpretaciones, me planteo que, dada la innegable transformación que ha sufrido tanto la economía en su conjunto como la proporción sectorial relativa del sector financiero en relación con el resto de sectores económicos, merece la pena estudiar las aportaciones que las escuelas económicas no convencionales hayan hecho en este sentido, en el caso de que puedan arrojar algo de luz sobre lo sucedido.

El objeto de este trabajo, es recoger las principales lecturas que el poskeynesianismo ha planteado sobre el papel del sector financiero y su problemática concreta frente al resto de sectores de la economía. En el apartado 2, observaremos el contexto económico, atravesado por múltiples crisis, desde la década de 1970 hasta comienzos de la década de 1990 a través de los planteamientos de H. P. Minsky. Nos centraremos abundantemente en este autor, dado que inspirará buena parte de los trabajos posteriores del proyecto poskeynesiano en torno a la cuestión financiera. En el apartado 3 analizaremos las innovaciones teóricas de la época de «La Gran Moderación», que corresponde a la década de 1990 y la mayor parte de la década de los 2000, hasta el comienzo de la crisis en 2007, con el estallido de las hipotecas *subprime*, sobre la base de su contexto económico, relativamente expansivo. Por último, en el apartado 4 repasaremos cuáles han sido las principales interpretaciones poskeynesianas de los sucesos económicos ocurridos desde el comienzo de «La Gran Depresión» en 2008, de cuyos efectos aún sufrimos las consecuencias en una economía global que no parece haberla superado por completo, centrando la atención especialmente en la crisis de deuda soberana de la Eurozona.

En los anexos se plantean algunas cuestiones que, pese a ser auxiliares para la comprensión del desarrollo teórico poskeynesiano, son relevantes por su influencia en el mismo. El Anexo I pretende recoger las principales diferencias entre las dos escuelas que se reivindican como herederas del pensamiento de J.M. Keynes. En el Anexo II se apuntan algunas cuestiones acerca de lo que Keynes y Minsky consideran como dinero endógeno. El Anexo III aproxima las similitudes y diferencias en los planteamientos de la financiarización la escuela poskeynesiana y el grupo evolucionista *The Other Canon*. El objetivo del Anexo IV es analizar el enfoque de los tres balances sectoriales, sobre el que

se apoya la Teoría Monetaria Moderna. Por último, el Anexo V resume los elementos centrales de la crítica poskeynesiana a la construcción de la Unión Monetaria Europea

He escogido el estudio de la escuela poskeynesiana por la especial atención que ha dedicado en las últimas décadas a los cambios del sector financiero sobre distintos aspectos del desarrollo económico, desde planteamientos diversos, tal y como veremos a lo largo del trabajo. Dado que se trata de una corriente de pensamiento económico relativamente desconocida, antes de comenzar a profundizar en la materia que nos va a ocupar, es importante definir y conocer el origen y las características de la escuela poskeynesiana, así como sus diferencias con la escuela neokeynesiana, que históricamente ha suscitado un mayor interés y reconocimiento.

## **1.2. Los orígenes de la escuela poskeynesiana**

La escuela económica que, a comienzos de la segunda mitad del siglo XX tomó el nombre de poskeynesianismo, nace en torno a las aportaciones de los compañeros de J.M. Keynes en la Universidad de Cambridge como Roy Harrod y Joan Robinson. Inicialmente, el poskeynesianismo surge como respuesta a la síntesis neoclásica, o neokeynesiana, y a los planteamientos de Samuelson, Solow y otros autores norteamericanos que incorporan parte de la teoría keynesiana a la modelización y paradigmas neoclásicos, tal y como se explica más pormenorizadamente en el Anexo I. Sin embargo, la defensa de una determinada interpretación del keynesianismo no es el único motivo del nacimiento de la escuela poskeynesiana.

Una parte muy relevante de su desarrollo teórico se debe a autores que no necesariamente tuvieron un contacto directo ni un paralelismo teórico con Keynes. En este sentido cabe destacar la importancia de Michal Kalecki y Piero Sraffa en el origen de esta escuela. De hecho, como vamos a ver, ambos autores encabezarán dos de las tres corrientes principales del poskeynesianismo. Esto es así, de manera resumida porque, a partir de la década de 1950, algunos economistas, que empiezan a denominarse poskeynesianos y que basan sus principios fundamentales en la obra de Keynes, comienzan a incorporar en sus trabajos una serie de planteamientos paralelos a los de éste último y coherentes con la obra del mismo, realizando una labor que podría considerarse de síntesis complementaria entre los aportes de Keynes, Kalecki, Sraffa.

### **1.2.1. Principales corrientes poskeynesianas**

Aunque no va a ser el objeto de estudio de este trabajo, merece la pena, aunque sea brevemente, explicar cuáles son las principales características de la escuela poskeynesiana. En primer lugar, es interesante señalar el cambio de paradigma que plantea el poskeynesianismo en la propia concepción de la ciencia económica. Frente a las escuelas convencionales, que entienden la economía como el estudio de la distribución de recursos escasos en un entorno de necesidades ilimitadas, la escuela poskeynesiana la define como el estudio del modo en que los sistemas económicos pueden elevar la producción en el tiempo y la manera en la que se reparte el excedente generado en la producción.

El centro de problemática económica deja de ser la propia distribución de valores equivalentes a través del mercado, donde la moneda y el precio son el mecanismo de objetivación del valor, y pasa a ser la fase de la producción, el papel del beneficio y la inversión como motor de la misma y el estudio de la moneda como unidad de cuenta para la realización de la inversión y el beneficio. No en vano, la escuela poskeynesiana enfatiza el carácter de la economía denominándola como Economía Monetaria de la Producción. Atendamos ahora a cuáles son las principales corrientes del poskeynesianismo y cuáles son sus características, según M. Lavoie (2004: 28-30):

- i) Corriente fundamentalista. Sus líneas de trabajo están más directamente conectadas con el trabajo de J.M. Keynes, es decir, continúan el estudio de varios de los conceptos más relevantes que introdujo Keynes en el análisis macroeconómico y monetario. Se centran principalmente en cuestiones como la incertidumbre, la preferencia por la liquidez y la inestabilidad financiera.
- ii) Corriente sraffiana o neorricardiana. Esta línea se consolida en torno a las ideas de Piero Sraffa y su enfoque se centra en aspectos económicos derivados de la teoría del valor-trabajo como los precios relativos, la medición del valor o del capital fijo, y las interdependencias de un sistema de producción multisectorial generador de excedente. Su discrepancia con la corriente fundamentalista es principalmente consecuencia de su teoría del valor. Consideran que la determinación de precios que surge de la Teoría General es una reminiscencia del marginalismo neoclásico.
- iii) Corriente kaleckiana. Siguiendo los trabajos de M. Kalecki, su línea de trabajo está orientada hacia el análisis de agregados macroeconómicos y de las



relaciones del sistema financiero con las distintas esferas que conforman el conjunto de la economía. Como veremos, para los poskeynesianos que siguen la línea kaleckiana, cobra gran importancia la igualdad entre inversión y beneficios desarrollada por este autor y muy similar a la que establece J. M. Keynes y la inversión de su causalidad respecto de la concepción neoclásica. Existe también un gran énfasis en el supuesto de la división de la demanda efectiva en grupos diferenciados, cuyo modelo simple se compone de dos grupos: los trabajadores, que consumen todo lo que ingresan, y los capitalistas que -derivado de la igualdad entre inversión y beneficios- ingresan todo lo que consumen por la vía de la inversión.

En cualquier caso, esta clasificación no es definitiva. Otros economistas dividen las corrientes poskeynesianas en keynesianos-marshallianos, kaleckianos e institucionalistas (Arestis, 1996: 609-611).

### **1.2.2. Elementos centrales del poskeynesianismo**

Independientemente de las distintas clasificaciones de las tendencias que recoge el poskeynesianismo, se podrían establecer una serie de nexos comunes que aportan a esta escuela una serie de patrones de homogeneidad. Esta homogeneidad nos permite considerar que sí existe un nexo común que haga posible catalogarla como una escuela, a pesar de sus distintos enfoques. Los aspectos comunes esenciales del poskeynesianismo, siguiendo la síntesis de M. Lavoie (2004: 22-28) serían:

- a) El principio de la demanda efectiva, según el cual el elemento que dirige la economía es la demanda agregada, determinando al resto de variables. Como sabemos, este elemento es intrínseco a la teoría keynesiana y contradice las tesis neoclásicas, ya que según estas últimas las restricciones sobre la oferta son el principal elemento en la dinámica del desarrollo económico.
- b) El principio del tiempo histórico dinámico. Frente a la economía neoclásica, que plantea sus desarrollos teóricos a través de una serie de desplazamientos desde un punto inicial hasta un punto posterior, y así sucesivas veces en un sistema teórico en el que los parámetros explican los desplazamientos siguiendo planteamientos lógicos, la escuela poskeynesiana da especial importancia a que, en el desarrollo económico, los cambios no se dan en un contexto matemático puro, sino que mantienen una estrecha relación con el

tiempo y por tanto los desplazamientos del equilibrio afectan irremediabilmente a la posición económica a lo largo del tiempo y por tanto a su futura situación en el largo plazo.

Existen además una serie de elementos auxiliares, según planeta Lavoie, que son comunes a las distintas corrientes poskeynesianas. Sin embargo, solo citaremos a aquellos que afectan más explícitamente al análisis poskeynesiano del sistema financiero, como son el principio de incertidumbre radical, que pone en cuestión la capacidad de predicción a largo plazo de la ciencia económica al considerar que el cálculo probabilístico no es válido ante un futuro impredecible y acumulativo, tal y como señala Alessandro Roncaglia (2001: 649-650); y el principio de pluralismo teórico y metodológico, según el cual, al presentarse la realidad en distintas formas, es posible utilizar distintas herramientas y enfoques para obtener conclusiones válidas siempre que se mantenga la *compatibilidad intelectual* (Roncaglia, 2001: 670).

Reafirmando este último elemento auxiliar común del poskeynesianismo, cabe destacar que, pese a las diferencias entre cada una de las corrientes y sus orientaciones, son varios los autores poskeynesianos que recogen enfoques de más de una de las citadas corrientes, por lo que no se pueden considerar como compartimentos estancos dentro de esta escuela.

Precisamente el propio H.P. Minsky, que será un autor clave para este trabajo, fundamentará su hipótesis de la inestabilidad financiera utilizando como cimientos las bases de las corrientes fundamentalista y kaleckiana. Partiendo de la descripción de Irving Fisher de la deflación de deuda, así como de la caracterización del capital y de la eficiencia marginal del capital como determinante de la inversión que plantea Keynes, y de la teoría del ciclo de Schumpeter –quien fue director de tesis de Minsky–; incorpora también las aportaciones de Kalecki y de Levi acerca de los beneficios y cómo la estructura de la demanda agregada es el determinante de las futuras ganancias. Es decir, la igualdad de la inversión y los beneficios según la cual el grado de inversión determina los posteriores beneficios empresariales.

A pesar de que no existe un consenso acerca de si se da o no una tendencia hacia la unificación y homogeneización de los planteamientos poskeynesianos sobre unos principios metodológicos y unos fundamentos teóricos de base comunes, Philip Arestis plantea que sí se está dando una tendencia positiva en este aspecto. Como explica en su

artículo *Post Keynesian Economics: Towards Coherence* (1996), existe un consenso poskeynesiano acerca de la importancia de las instituciones, la estructura oligopólica del mercado, el carácter endógeno del dinero, el proceso de formación de precios, y el papel central de la inversión sobre el crecimiento económico y el ciclo que permiten considerar una tendencia a la coherencia conjunta de sus teorías.

Las propuestas económicas también mantienen elementos troncales comunes como el papel de la demanda agregada, la intervención estatal o los efectos negativos de la globalización sobre la economía. Lavoie, en su artículo “*Les théories hétérodoxes ont-elles quelque chose en commun? Un point de vue post-keynesian*” (2005) va más allá y señala que en las últimas décadas se observa una tendencia a la unificación en aspectos posteriores al establecimiento de unos fundamentos principales. Es decir, en la coherencia entre los desarrollos teóricos poskeynesianos del establecimiento de precios con fundamentos sraffianos, las teorías del crecimiento de inspiración kaleckiana y los planteamientos sobre la integración entre la economía financiera y monetaria con la economía real de la teoría del circuito monetario. Según plantea, existe un amplio mestizaje en las premisas de estos planteamientos cuya integración es coherente y permite dotar de un cuerpo medianamente uniforme al poskeynesianismo.

En este trabajo nos centraremos en el estudio poskeynesiano de las cuestiones financieras, pero es necesario señalar que, a lo largo de su desarrollo, esta escuela se ha interesado por distintos aspectos de la economía. Sus estudios, en general, han girado en torno a la fijación de precios en un entorno de competencia oligopolista, los efectos de la existencia de empresa líder, la determinación de la curva de costes, el estudio de la relación entre la esfera productiva y la esfera financiera y monetaria, o el análisis de la relación entre demanda efectiva y mercado de trabajo.

## **2. Nuevos paradigmas financieros en el poskeynesianismo**

Desde que la escuela poskeynesiana fue fundada, la atención hacia el papel del sistema financiero en la integración macroeconómica nunca fue menor. Coherentemente con el planteamiento de Keynes acerca de la economía de mercado como una economía de producción característicamente monetaria, el sector financiero siempre ha tenido un papel principal en el circuito monetario macroeconómico. A pesar de que, desde la década

de los cincuenta del siglo XX, las teorías sobre el desarrollo y sobre el crecimiento centraron el debate y desarrollo poskeynesiano, coherentemente con el espíritu de su tiempo. Con el fin de la II Guerra Mundial comenzaba un periodo de expansión económica, acelerado por diversos factores derivados del enfrentamiento bélico.

Sin embargo, aunque el proyecto poskeynesiano continúa la tendencia del momento en el pensamiento económico, no por ello pierde de vista la influencia que las cuestiones monetarias tienen sobre la producción. La cuestión monetaria y financiera estuvo presente, entre otros, en los trabajos de Joan Robinson sobre la acumulación de capital, dado que sus planteamientos no dejaban de integrarse en un esquema del circuito monetario en el que los recursos financieros son el medio que, en primer lugar, permite la movilización del capital para su propia acumulación y, en segundo lugar, contabiliza y expresa su beneficio. Sin embargo, a partir de las crisis de los setenta, la economía poskeynesiana tiende a dirigirse en mayor medida hacia las cuestiones financieras.

En este apartado vamos a repasar qué es lo que sucedió en esta etapa. En primer lugar, se plantean los principales hechos económicos de las décadas de 1960 y 1970, así como sus precedentes. Posteriormente estudiaremos las teorías financieras de Hyman P. Minsky, ya que su enfoque ha cobrado gran interés en la última década, y ha sido, desde la década de 1990, uno de los fundamentos del desarrollo teórico poskeynesiano acerca de la expansión financiera.

### **2.1. El fin de la «Edad Dorada del Capitalismo»**

Con la llamada “crisis del petróleo de 1973” se cierra una etapa económica que comienza en 1945 y que pasará a conocerse como la Edad Dorada del Capitalismo, o los Treinta Gloriosos. Se denomina así a este período por el notable aumento de innovaciones tecnológicas, productividad, estándares de vida y por la ausencia de crisis económicas pronunciadas. Tras la finalización de la II Guerra Mundial la economía cobra un renovado vigor. Sobre las bases del nuevo sistema monetario internacional establecido en los Acuerdos de Bretton-Woods, que instauro el patrón dólar-oro, se generaliza en la economía capitalista un tiempo de crecimiento económico caracterizado por la expansión del sector productivo.

En Bretton-Woods se enfrentan dos propuestas principales: el planteamiento de J. M. Keynes apuesta por la creación de una divisa internacional anclada al valor del oro y

gestionada por una autoridad supranacional. El valor de las divisas nacionales respecto a la moneda internacional vendría determinado por el resultado de los balances por cuenta corriente de cada Estado, siendo el saldo de déficit (o superávit) el que provocaría las devaluaciones (o revaluaciones). Frente a la propuesta de Keynes, defendida por Reino Unido, triunfa la propuesta conocida como el Plan White, elaborado por Harry White en representación de los intereses estadounidenses, según el cual se establece el dólar, con una tasa fija respecto del oro, como divisa internacional. Hasta la primera mitad de la década de los sesenta, el desarrollo económico se mantendrá estable en la mayor parte de economías de mercado avanzadas gracias, en parte, a la estabilidad monetaria.

Los grandes avances tecnológicos impulsados durante la etapa bélica son incorporados a múltiples sectores de la producción, lográndose un incremento notable de los rendimientos y la productividad, especialmente en la economía estadounidense. En Europa y Japón, la devastación de la guerra es rápidamente superada por un amplio y estable crecimiento económico que alcanza a la mayor parte de la población sobre los cimientos de acuerdos económicos con los Estados Unidos. En Europa comienzan a establecerse las bases de la Comunidad Económica Europea en torno a los acuerdos arancelarios de la Comunidad Europea del Carbón y el Acero. En este periodo también se imponen severas medidas para controlar la libre circulación del capital financiero. Todo ello bajo un buen funcionamiento de los mercados de divisas, que parece ajustarse a las necesidades de las economías desarrolladas.

Sin embargo, a finales de 1967, coincidiendo con la primera crisis financiera relevante en EE.UU., el precio del oro comienza a experimentar tendencias alcistas que llevarán a una creciente inestabilidad monetaria del sistema de Bretton Woods, al fomentar los movimientos especulativos financieros ante la devaluación del dólar respecto del oro. El resultado es que la situación monetaria se torna insostenible: “(...), en 1971, las reservas de oro [valoradas según la tasa fijada en 1944] (11.100 millones de dólares) representan solamente una quinta parte de los dólares en el exterior (55.200 millones; es decir, exactamente un 20,1%)” (Arrizabalo, 2014: 354).

Finalmente, en agosto de 1971, la convertibilidad dólar-oro queda suspendida. A la crisis monetaria, que supuso el fin de los Acuerdos de Bretton Woods, le continúa un sistema de paridades fijas con márgenes de fluctuación que, con la crisis de 1973 –cuyo detonante es la subida de los precios del petróleo–, sufre nuevos movimientos especulativos provocando nuevas devaluaciones del dólar. No será hasta 1976, en los

Acuerdos de Jamaica, cuando se acordará el nuevo sistema monetario, con tipos de cambio flotantes. Las políticas de liberalización de los mercados cambiarios son acompañadas por una progresiva desregulación en el sector financiero, promovida por las autoridades financieras y monetarias internacionales. En este contexto de inestabilidad monetaria y creciente importancia del sector financiero, Minsky planteará un análisis que tendrá importantes repercusiones en el recorrido de los estudios poskeynesianos.

## **2.2. Minsky y la inestabilidad financiera**

A pesar de que la teoría de la inestabilidad financiera de Hyman P. Minsky tuvo una repercusión más bien limitada entre el pensamiento económico convencional durante los años en los que publicó sus propuestas, la crisis económica que comenzó en 2007 parece haber despertado un renovado interés acerca de su pensamiento. Varios de los economistas más reconocidos por la academia; como Joseph Stiglitz, Paul Krugman o George Akerlof; han puesto el acento en la validez de las explicaciones económicas de Minsky y, más concretamente, en su clasificación de las empresas en función de la estructura de su balance contable. Dado el interés que, para muchos economistas ha provocado la teoría de Minsky acerca de la crisis de la última década, es conveniente, en primer lugar, hacer un repaso acerca de su figura y su pensamiento.

Hyman P. Minsky nace en 1919 en Chicago, en cuya universidad obtiene el título del grado de Matemáticas en 1941. En 1954 finaliza su doctorado de economía en la Universidad de Harvard, cuya tesis fue tutorizada e inspirada por Joseph A. Schumpeter (Torrero, 2008, 17), aunque debido al fallecimiento de este último, en 1950, tuvo que finalizarla bajo la dirección de Wassily Leontief.

En adelante, trabajará en distintas universidades, aunque la mayor parte de sus teorías las desarrollará desde su puesto como profesor asociado en la universidad de Berkeley, California. A pesar del reconocimiento que ha cobrado recientemente su hipótesis de la inestabilidad financiera, a lo largo de su carrera no se limitó a estas cuestiones.

Previamente trabajó la cuestión del desempleo y los programas norteamericanos de *lucha contra la pobreza*. En su trabajo de 1965, "*The Role of Employment Policy*", critica duramente los programas anti-pobreza de las administraciones de Kennedy y Johnson, proponiendo la elaboración de una política económica destinada a alcanzar el

pleno empleo real como la única vía con perspectivas de éxito para erradicar la pobreza en EE.UU., estudiando las posibles limitaciones, monetarias y fiscales; así como las consecuencias que implicaría en materia de inflación en un modelo simple de dos industrias con diferentes niveles salariales y bajo el supuesto de inexistencia de una mano de obra homogénea fácilmente intercambiable (Minsky, 1965: 178-185).

En 1975 publica su obra *John Maynard Keynes*, en la que concreta su interpretación de la obra del conocido economista, quien es su principal fuente teórica, aunque también se inspira para sus trabajos en las aportaciones de distintos y diferenciados autores tales como Michal Kalecki, Irving Fisher o Joseph A. Schumpeter. Acerca del comportamiento del sistema financiero, en 1986, presenta su simposio “*Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government*” en el que se recogen los elementos fundamentales de su teoría de la crisis y en 1992 publica su artículo “*The Financial Instability Hypothesis*” en el que abunda en determinados aspectos de su hipótesis de la inestabilidad económica contemporánea.

Realmente su obra teórica no es muy extensa, sin embargo, ofrece una serie de enfoques que, si bien no son completamente innovadores en un sentido teórico, ya que se encuentran de manera dispersa en distintos pensadores económicos del siglo XX tal y como señala el propio Minsky (1992: 2), sí consigue dotar de un cuerpo coherente a toda esta serie de elementos planteados previamente por dichos economistas.

### **2.2.1. Estructuras de pasivos y tendencia a la inestabilidad**

En este apartado vamos a caracterizar las ideas que fundamentarán el pensamiento económico de Minsky acerca de la crisis económica. En su simposio de 1986 analiza el desarrollo de lo que denomina “*segunda era del capitalismo industrial*”, es decir, el periodo que recorre desde 1946 hasta el momento en que lo expone. A lo largo de su texto, contradice la tesis general por la que dicho periodo se caracterizaría por un crecimiento relativamente estable y por la ausencia de ciclos económicos.

Según propone, la interpretación convencional del desarrollo económico desde la finalización de la II Guerra Mundial interpretaba dicho periodo, de cuarenta años en el momento de la presentación del simposio, como caracterizado por la ausencia o levedad de unos ciclos económicos que no hubiesen sido producidos por shocks o perturbaciones exógenas. Más bien, explica, ante la apariencia de una remisión de los agitados ciclos que

recorren la “*primera era del capitalismo industrial*”. Es decir, desde el fin de las Guerras Napoleónicas (1815) hasta el fin de la Segunda Guerra Mundial (1945), esta *segunda era* habría sufrido una serie de ciclos económicos que realmente no podían ser achacados a shocks exógenos o a la aplicación de políticas económicas erróneas, y cuya laxitud se debía a otras razones.

Realmente, Minsky no profundiza en las causas del «cambio de época» que sufre la economía de mercado en la Segunda Guerra Mundial, pero se puede encontrar una cierta similitud, aunque no exista un paralelismo completo, con el planteamiento de Karl Polanyi en “*The Great Transformation*”, que afirma que, tanto el auge del fascismo, como la aplicación del New Deal y la expansión del movimiento comunista, son tres fenómenos político-económicos de la década de 1930, impulsados por distintos grupos sociales, que surgen como respuesta o autodefensa de la sociedad frente al problema común de los efectos del *liberalismo autorregulador* (Polanyi, 1947: 325). Como plantea el autor, la única característica común de estos tres movimientos político-económicos fue la mayor intervención del Estado en la acción de los mercados (Polanyi, 1947: 384-389). Es decir –como veremos en el siguiente párrafo–, el factor fundamental según Minsky del «cambio de era» de la economía. Si el diagnóstico de K. Polanyi desde la sociología sirve para entender el motivo de este cambio cualitativo de la economía de mercado, el análisis de Minsky arroja luz sobre las consecuencias de esta transformación.

Retomando las razones por las que la economía habría alcanzado un cierto grado de equilibrio, con ciclos de escasa intensidad, Minsky plantea dos factores –inherentes a la mayor intervención del Estado en la economía– como los causantes de la ausencia de grandes convulsiones económicas:

- i) El papel del Estado en el mantenimiento de unos beneficios estables, compensando los periodos recesivos de la economía a través del déficit de la balanza de pagos.
- ii) La distorsión que supone el papel de la Reserva Federal como prestamista de último recurso, lo que altera la evolución de precios de los activos financieros.

Estos serán los dos factores centrales de su análisis, acerca de la ausencia o mitigación de los periodos recesivos en la economía de posguerra. En cualquier caso, tampoco valora de manera homogénea el período que recorre esta “*segunda era del capitalismo industrial*”, sino que lo divide en dos etapas diferenciadas:



- i) Entre 1946 y 1966 caracteriza a la economía de EE.UU. por la existencia de un crecimiento amplio y estable, que solo se veía afectado por breves y poco profundas recesiones contenidas por incrementos de inflación.
- ii) A partir de 1966 hasta 1986 establece una serie de cambios en la economía estadounidense, especialmente en el sector financiero, que solo serán contenidos, según el autor, por la intervención activa de la Reserva Federal en su papel de prestamista de último recurso, así como por el papel protagonista del Estado en mantener estable la inflación.

El año elegido para el cambio de tendencia no es casual. La mayoría de autores que tratan las crisis de la década de 1970 marcan el origen de la crisis en el año 1967 (Fernández, 1985: 77). Minsky lo sitúa en septiembre de 1966, cuando tiene lugar la primera crisis crediticia en EE.UU. desde la II Guerra Mundial, que provocará una leve recesión y la primera intervención de la Reserva Federal como prestamista de última instancia (Minsky, 1986: 7). A partir de ese momento la economía, tanto la estadounidense como la global, se torna hacia una mayor inestabilidad.

Una vez presentados los factores que permitieron un desarrollo económico caracterizado por la brevedad y escasa profundidad de sus ciclos en las dos etapas de la economía de posguerra, Minsky pasa a presentar los elementos que caracterizan su teoría de la crisis. En primer lugar, plantea que, frente a las interpretaciones derivadas del pensamiento de Adam Smith o Leon Walras, acerca de la existencia de una tendencia al equilibrio de la economía derivada de la acción de los agentes económicos, el desarrollo económico no lleva necesariamente al equilibrio, algo que tampoco es realmente novedoso. Irving Fisher (1933: 337-340) ya lo había planteado previamente desde un enfoque distinto.

Volviendo al planteamiento de Minsky, propone que sería la propia acción de los agentes económicos individuales la que lleva a generar dinámicas desestabilizadoras en las fases expansivas del ciclo económico que, posteriormente, generarán efectos nocivos en las fases recesivas. Achaca buena parte de la responsabilidad, en esta tendencia a la inestabilidad, a la existencia de una compleja estructura financiera formada por múltiples actores económicos con intereses individuales diversos que poseen una gran variedad de instrumentos financieros y que, en múltiples ocasiones a lo largo de la historia, debido a la ausencia o laxitud de la regulación del sector, ha provocado estallidos de burbujas crediticias que han colapsado temporalmente la economía en su conjunto.

En cualquier caso, tal y como concreta, realmente el papel del sector financiero, además de la búsqueda de beneficios por parte de cada uno de los actores financieros individuales, es la intermediación o la puesta en común del ahorro acumulado por la economía con las necesidades de inversión de los agentes —principalmente privados—, o lo que es lo mismo, con las empresas individuales del sector productivo para cubrir la financiación de las inversiones que estas últimas necesitan para mantenerse en el mercado.

Los activos de capital fijo de la economía son de este modo una piedra angular en la construcción del sistema financiero. No hay separación ni oposición entre el capital financiero y el capital productivo, sino que el propio desarrollo de la economía productiva genera y necesita, para el propio desarrollo o *acumulación del capital*, de una compleja estructura financiera:

*“The theoretical argument of the financial instability hypothesis starts from the characterization of the economy as a capitalist economy with expensive capital assets and a complex, sophisticated financial system. The economic problem is identified following Keynes as the “capital development of the economy”, rather than the Knightian “allocation of given resources among alternative employments”. The focus is on an accumulating capitalist economy that moves through real calendar time.*

*The capital development of a capitalist economy is accompanied by exchanges of present money for future money. The present money pays for resources that go into the production of investment output, whereas the future money is the “profits” which will accrue to the capital assets owing firms (as the capital assets are used in the production).” (Minsky, 1992: 2)*

Como vemos, Minsky, como seguidor de J.M. Keynes, conoce y concede una gran importancia al papel que desempeña el sector financiero en el desarrollo de la economía de mercado. En definitiva, no puede decirse que responsabilice únicamente al sector financiero de la tendencia a la crisis, sino que más bien sostiene que es la interacción conjunta y dinámica de los distintos agentes económicos bajo un ambiente económico de crecimiento y estabilidad la que acaba generando esta dinámica en cierto modo entrópica. En palabras de Minsky (1986: 8), “(...) even if such a system is well behaved for a while,

*over time explosive or discordant relations are likely to appear: the system can become incoherent or chaotic”.*

Es necesario apuntar, en cualquier caso, que el propio Minsky previene del error que supondría interpretar este fenómeno como la posibilidad de una quiebra económica general debido a la tendencia al caos de la que advierte. Pese a la existencia de una serie de dinámicas subyacentes en la economía que, según él, sean tendentes a comportamientos caóticos, esta disposición siempre es limitada por las acciones institucionales y políticas en favor de la existencia de un cierto orden económico, concretamente por los dos factores centrales de estabilización ya explicados.

Planteada la tesis principal de la existencia de una tendencia económica hacia la inestabilidad, Minsky pasa a exponer de qué manera se concreta dicha tendencia en la economía. Esta será la posteriormente popularizada clasificación empresarial en función de la estructura de sus pasivos. Define tres grupos de empresas según la manera en que financian sus inversiones:

- a) Estructura de financiación cubierta (*hedge financing*). Define de este modo a las empresas que son capaces de cubrir sus obligaciones crediticias mediante los flujos de caja que generan. Por lo general, la mayor parte de empresas existentes al comienzo de una fase cíclica expansiva se situarán en esta categoría dado que las restantes habrán sido eliminadas durante la etapa recesiva previa.
- b) Estructuras de financiación especulativa (*speculative financing*). A esta categoría corresponden las empresas que necesitan refinanciar sus inversiones debido a que los ingresos derivados de su actividad no son suficientes para devolver el principal de sus créditos, aunque sí alcanzan para poder ir pagando los intereses generados por el mismo. Su número aumenta en los periodos expansivos con el fin de mantener sus valores bursátiles, sus inversiones y así su posición en el mercado.
- c) Estructuras de financiación Ponzi (*Ponzi financing*), en referencia al conocido estafador italiano de principios del siglo XX, aunque no consista necesariamente en el uso de actividades fraudulentas. Más bien se define como la situación más arriesgada en la que se puede encontrar una empresa. En este caso las empresas no generan siquiera el nivel de ingresos necesario para cubrir el pago de los intereses del préstamo, de manera que para mantener su actividad necesitan, bien refinanciar sus préstamos capitalizando los intereses generalizados por los

previos, o bien descapitalizarse vendiendo sus recursos propios para cubrir o disminuir sus compromisos de crédito.

En líneas generales, Minsky plantea que la relación entre la deuda soportada por las empresas y el nivel de ingresos que generan con su actividad, es la clave de bóveda para entender cómo se producen las crisis financieras. Dicho de otro modo, el nivel de beneficios de las empresas es la principal herramienta para medir la viabilidad de sus compromisos crediticios y juega el papel principal a la hora de asegurar el correcto funcionamiento macroeconómico del sector financiero.

### **2.2.2. Secuencia de la Hipótesis de la inestabilidad financiera**

Al comienzo de las fases expansivas, la mayor parte de las empresas suelen gozar de una buena salud económica y financiera por lo que llevan a cabo sus inversiones a través de operaciones de financiación cubierta, en las que las rentas generadas por su actividad permiten pagar los créditos obtenidos.

Durante la progresión de la fase expansiva, las empresas con una financiación cubierta llevarán a cabo una serie de inversiones, que financiarán con la abundancia crediticia del sector financiero. Las entidades de crédito, guiadas por la búsqueda de mayores beneficios y animadas también por las expectativas alcistas de la economía reducirán sus restricciones al crédito.

En este escenario juega un papel importante la aparición de los emprendedores que se ven atraídos a la inversión por un contexto macroeconómico de crecimiento, a los que el sector financiero también reduce las restricciones al crédito. Todo esto, ante la ausencia de una serie de limitaciones institucionales al sobreendeudamiento, acabará provocando que durante la fase expansiva una parte de las unidades económicas individuales pase a utilizar una financiación especulativa y Ponzi, debido a la magnitud de los préstamos obtenidos y/o el incumplimiento de las previsiones de beneficios. En este planteamiento subyace la teoría del ciclo de Schumpeter y su noción del empresario innovador y los imitadores.

Existiría además otra vía por la cual las políticas macroeconómicas podrían agravar la situación de los balances empresariales:

*“(...) if an economy with a sizeable body of speculative financial units is in an inflationary state, and the authorities attempt to exorcise inflation by monetary constraint, then speculative units will become Ponzi units and the net worth of previously Ponzi units will quickly evaporate.” (Minsky, 1992: 8)*

Tal y como explica el autor, bien con la llegada de fases económicas recesivas o bien con la aplicación de políticas macroeconómicas inadecuadas para la situación económica –Minsky no considera que la mitigación de la inflación tenga que ser necesariamente positiva, sino que diferencia distintos tipos de inflación según la causa que las origina y se muestra contrario a frenar este fenómeno de por sí (Minsky, 1965: 185)–, las empresas con una estructura financiera que sufra un mayor grado de apalancamiento acaban siendo incapaces de pagar sus deudas, provocando un impago masivo de las obligaciones crediticias que acaba derivando en crisis de crédito o de deuda.

Es en este punto de la secuencia del ciclo económico donde vuelven a aparecer los dos factores centrales que explican por qué la crisis de 1966 y las crisis de la década de 1970 y de 1981-82 no provocaron un colapso financiero. Desde 1966 a 1986 la Reserva Federal llevó a cabo numerosas intervenciones económicas del mercado financiero estadounidense a través de rescates financieros, refinanciaciones, compra de activos y otros métodos con el fin de impedir quiebras bancarias y financieras (Minsky, 1986: 39), de las que el autor destaca el gran rescate de uno de los mayores bancos comerciales de EE.UU. durante la década de 1970, el Continental Illinois Bank And Trust Company, llevado a cabo en 1984 y que permitió volver a hacer viable un banco que había sido declarado en quiebra.

### **2.2.3. El Estado y la autoridad monetaria**

Cuando Minsky señala la importancia de la actuación de la Reserva Federal como prestamista de última instancia llama la atención sobre dos cuestiones: en primer lugar, enfatiza la mitigación de los efectos de las crisis financieras sobre la economía. Hay que tener en cuenta que en el período de que va de 1929 a 1933 quebraron más de la mitad de las 12.000 entidades bancarias que existían en los Estados Unidos (Tamames, 1983: 220) suponiendo pérdidas de activos financieros por valor de 7.000 millones de dólares. Según Roberts, la oferta monetaria se contrajo un tercio en estos cuatro años. La producción y

la inversión cayeron en picado profundizando la deflación y agudizando así la crisis (Roberts, 2016: 64-65).

Es difícil imaginar la magnitud que podrían haber alcanzado las crisis financieras de las décadas de 1970 y 1980 de no haberse utilizado a la Reserva Federal para impedir la quiebra de las entidades financieras en peligro en ese momento. Según señala Arrizabalo (2014: 492): “(...) en otro estudio, de Eichengreen y Bordo para el *National Bureau of Economic Research* estadounidense, se contabilizan 139 crisis bancarias, cambiarias y conjuntas entre 1973 y 1977, (...)”.

Lo mismo se puede decir al respecto de la quiebra de 2007, con los sucesivos rescates a bancos y diversas entidades de crédito a lo largo de las economías avanzadas. Wray (2012: 20) apunta algunos datos: “*Several researchers have provided such a calculation—including the GAO, Bloomberg and the Fed itself—and all reached a number around \$1.5 trillion. This occurred in December 2008—and represents the maximum outstanding loans made through the Fed’s special facilities on any day since the crisis began. As of November 2011, total outstanding Fed loans stood about \$800 billion*”.

Por otra parte, Minsky señala la influencia que ejerce sobre los inversores el hecho de que la Reserva Federal y en general, cualquier Banco Central, vaya a garantizar al sector financiero el respaldo necesario para garantizar su buen desarrollo durante las fases expansivas y para impedir grandes hundimientos generalizados del valor de los activos financieros durante los periodos recesivos del ciclo. Ya no cabe la posibilidad de una quiebra masiva del sector financiero, dado que el respaldo de los bancos centrales es sólido a través de préstamos en condiciones favorables, o directamente mediante la compra de activos.

Un buen ejemplo de ello podría ser el paquete de “medidas no convencionales” que el Banco Central Europeo lleva aplicando desde 2015. Del mismo modo, la fijación de los tipos de interés oficiales, que determinan los de mercado, tiene como fin en buena parte el permitir una actividad con resultados positivos del sistema financiero. Nuevamente, es difícil imaginar cuál habría sido el desarrollo financiero internacional sin el férreo compromiso de los principales bancos centrales por preservar bajo un cierto nivel de seguridad los activos e instituciones financieras. Todo ello a pesar de que, de este modo se puede llegar a reducir en cierta medida la aversión al riesgo de los inversores

durante los periodos recesivos y a fomentar comportamientos arriesgados durante las fases expansivas, según plantea Kregel:

*“(...) the current crisis has little to do with the mortgage market (or subprime mortgages per se), but rather with the basic structure of a financial system that overestimates creditworthiness and underprices risk. The bottom line is that the system has been structured to make credit too cheap, leading to the assumption of excessive risk in order to provide higher returns.”* (Kregel, 2008: 18)

En definitiva, sea evitando el colapso masivo de entidades financieras, o bien sea fijando tipos de interés, la ganancia de eficiencia económica obtenida del papel de los bancos centrales como garantes de la viabilidad del sector financiero es elevada y ha jugado un papel capital en la preservación de la estabilidad en la vida económica moderna.

Además, tal como Minsky (1990: 216-217) señala, el respaldo de la autoridad monetaria al valor de los activos juega un papel central en la endogeneización del dinero. Tal como se explica en el Anexo II, dado que en buena parte de los modernos mercados financieros la liquidez de los activos parece absoluta, dichos activos pasan a ser comercializados como sustitutos del dinero, algo que para Minsky supone un obstáculo a la consideración del dinero como una variable exógena de la economía.

La existencia de lo que Minsky denomina un *Gran Estado* (1986: 39), con un presupuesto que, en el caso de EE.UU. oscila entre el 33% y el 39% del PIB entre 1970 y 2007 (Fuente: OECD Data), es el ya citado segundo protagonista en la relativa estabilidad de la que se ha dotado la economía estadounidense en el período de posguerra (Minsky, 1986: 40).

Partiendo del argumento keynesiano-kaleckiano de la igualdad de beneficios e inversión –en el que la relación causal se dirige desde la inversión hacia el ahorro, y no a la inversa–, y del papel que juega el déficit del Estado como herramienta para mantener unos niveles de inversión adecuados cuando la inversión privada se atenúa, se puede explicar el mantenimiento de unos ciclos económicos relativamente poco profundos que hayan podido dotar a la economía norteamericana de la apariencia de una estabilidad mayor de la que habría presentado sin estos elementos contracíclicos.

Sin embargo, la existencia de estos contrapesos no supone para Minsky un motivo de complacencia en cuanto al devenir económico. Su planteamiento sigue dirigiéndose al

riesgo de la inestabilidad que genera de por sí el crecimiento económico, especialmente la creciente complejidad del sector financiero y la protección que le otorgan las instituciones, que puede derivar, bien por periodos expansivos prolongados, o bien por crisis financieras breves y de escasa repercusión, en niveles de sobreacumulación de deuda por parte de los agentes económicos que acaben provocando una seria inestabilidad de la economía en su conjunto.

#### **2.2.4. Límites en los mecanismos estabilizadores. La expansión financiera**

Si bien Minsky alertaba en su simposio de 1986 “*Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government*” de la amenaza que suponía la brevedad de las crisis que EE.UU. había sufrido en la década de 1970 y a comienzos de la década de 1980 y del peligro subyacente en la existencia de respaldos públicos al sistema financiero que mantuviesen en actividad a las entidades especulativas y Ponzi –en tanto que esto implicaba la posibilidad del desencadenamiento de una nueva y virulenta recesión al no haberse depurado con éstas el alto nivel de sobreendeudamiento de la economía norteamericana–, en su artículo de 1992 “*The Financial Instability Hypothesis*” enfatizaba el riesgo que implicaba la creciente complejidad en la que se sumía el sector financiero, tanto estadounidense como global. Tal y como señala Anastasia Nesvetailova (2006: 49):

*“To Minsky, every institutional innovation that leads to both new ways to finance business and new substitutes for cash assets decreases the volume of the liquidity available to redeem the debts incurred. This Keynesian paradox of liquidity implies that while throughout the boom period the distinction between near moneys and money fades away, it comes to the fore again when distress and crisis erupt.”*

La creciente importancia del mundo de las finanzas sobre la economía global supone así un riesgo creciente para todo el sistema económico dado que su interacción e interdependencia con el primero es completa. El desarrollo económico se da sobre la base del incremento de las responsabilidades crediticias en una economía cada más endeudada.

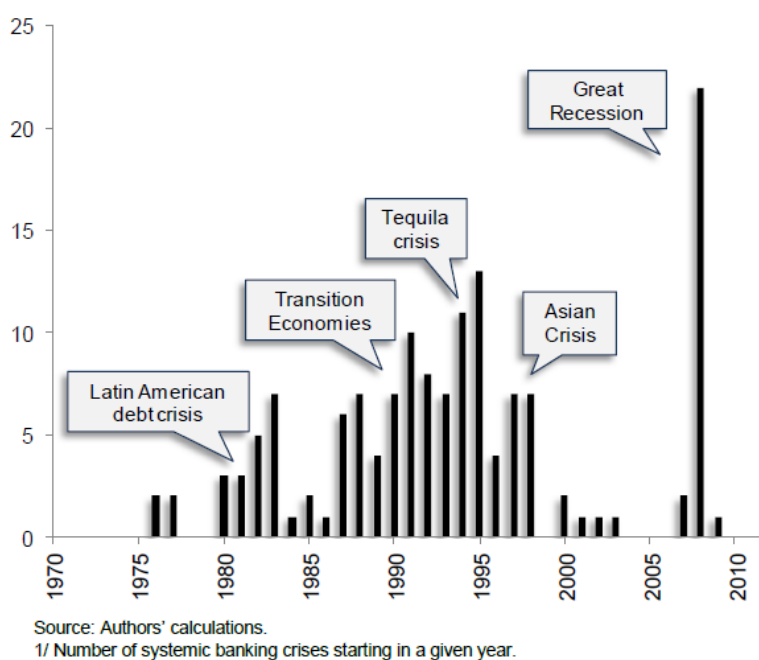
La obtención de nuevos créditos se sustenta en la cobertura de garantía que supone la posesión de garantías de pago de otros créditos. Pero los créditos obtenidos en forma de pasivo, son un activo a su vez para otra entidad, que puede comerciar con el valor de



los mismos en diversos mercados secundarios financieros de todo el mundo. En definitiva, el proceso de expansión financiera está confiando su sostenibilidad a la suposición de que la cadena de pago de créditos se realice sin obstáculos.

Aunque sus augurios de una gran crisis cercana no se cumplieron en su época, la crisis de 2007 parece haber validado muchos de los elementos que Minsky presentaba en sus artículos, especialmente la evolución de las relaciones entre beneficios y deuda a lo largo del ciclo. En cualquier caso, a pesar de que no podamos aceptar enteramente la certeza de sus previsiones a nivel internacional, sus advertencias acerca del inestable desarrollo de la expansión del sistema financiero se aproximan considerablemente a lo que nos indica la experiencia empírica. Es interesante señalar que, tal como muestra el Gráfico 1 (Laeven y Valencia, 2012: 10), el número de crisis bancarias en la década de 1990 fue notablemente superior al que se dio periodo previo.

**Gráfico 2.1. Número de crisis bancarias iniciadas cada año**



Sin embargo, la generalización de las crisis bancarias en la década de 1990 no fue suficiente para que la hipótesis de la inestabilidad financiera cobrase especial notoriedad en su época. El interés que despertó esta hipótesis, que pasó más de veinte años sin mayor repercusión, solo se explica por la gran similitud de su planteamiento con los hechos observados en el estallido financiero que siguió a la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007.

### **3. El poskeynesianismo en los tiempos de «La Gran Moderación»**

Como se ha argumentado en el apartado anterior, la expansión del sector financiero desde la década de 1960, en EE.UU. y en el resto de la economía de mercado, fue una de las transformaciones económicas más importantes acaecidas durante el período de posguerra.

Posteriormente, a partir de las crisis de las décadas de 1970 y 1980, la aplicación de políticas económicas desreguladoras y de un régimen monetario flotante liberalizado provocó, o más bien aceleró, el creciente peso del sector financiero en las transacciones internacionales y la estabilidad internacional, la inmediatez en la traslación de ajustes del mercado financiero desde economías regionales hacia la economía internacional y, la creciente importancia de los mercados financieros sobre el conjunto de las economías.

Todos estos fenómenos atrajeron la atención de muchos economistas, especialmente entre las escuelas económicas heterodoxas. Entre los economistas poskeynesianos suele haber consenso acerca de los motivos por los que la economía financiera sufre una transformación de esta magnitud.

*“The most important factors include higher real interest rates, partly created by conservative central bank policy in the late 1970s and early 1980s in the USA and the UK, financial liberalization that enhanced the power of financial institutions, and reduction in the power of labor unions and labor more generally, which reduced labor costs and thereby increased the share of national income available to capitalists in general.” (Epstein, 2005: 6)*

Siguiendo la hipótesis de la inestabilidad financiera de Hyman P. Minsky y otros de sus planteamientos, durante los años de la Gran Moderación fueron varias las escuelas económicas que comenzaron a centrar su interés en los aspectos financieros de la economía, ya que, como se ha señalado en el epígrafe 2.2.4., la década de los noventa fue bastante prolífica en crisis bancarias y financieras.

Dentro de la escuela poskeynesiana el interés por los aspectos financieros de la economía se consolida como uno de sus principales focos de análisis económico. De este modo surgirán nuevos planteamientos como las teorías de la financiarización, que han recibido gran interés en la última década. También se recuperará el interés por la cuestión de la endogeneidad del dinero y surgirá un nuevo planteamiento monetario conocido

como Teoría Monetaria Moderna. En los siguientes subapartados repasaremos cuáles son los elementos fundamentales de estos tres enfoques.

### **3.1. Las teorías sobre la financiarización de la economía**

A lo largo de la década de los noventa, y especialmente con el breve periodo expansivo que sigue al estallido de la burbuja “punto com”, comienza a generalizarse en el poskeynesianismo el interés por lo que pasará a denominarse como financiarización. El término es popularizado tras la publicación de *“Boiling Point”* del comentarista político estadounidense Kevin Phillips en 1993 y, posteriormente, comienza a utilizarse con asiduidad en círculos poskeynesianos (Mateo, 2015: 25). En cualquier caso, son varias las escuelas heterodoxas que centran su atención en el crecimiento desmedido de las finanzas. En el Anexo III se expone el análisis del grupo evolucionista *The Other Canon*, coincidente con el que al mismo tiempo llevan a cabo los poskeynesianos.

De manera acorde con la línea de pensamiento de Minsky, los economistas poskeynesianos que siguen el conjunto de teorías que se engloban tras el concepto de la financiarización consideran que, durante el período de posguerra, el crecimiento del sistema financiero se ha dado de manera desmedida y que, por tanto, existiría una cierta *hipertrofia* del mismo, o desproporción sectorial, respecto del sector productivo, que lo llevaría a «desconectar» sus intereses de los intereses de la economía real.

*“for us, financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.”* (Epstein, 2005: 3)

El nivel de financiarización de una economía se podría medir por los niveles de desregulación financiera, flujos financieros internacionales, volatilidad de precios, la preponderancia financiera de las entidades bancarias o de los mercados de activos, el endeudamiento de los hogares y endeudamiento corporativo (Karwowski, Stockhammer, 2016: 2).

Aunque existe un acuerdo general en el poskeynesianismo en cuanto al origen y la importancia de la financiarización en la economía actual, merece la pena señalar que estas teorías no son homogéneas, sino que se dividen en dos grupos (Mateo, 2015: 26):

- i) Enfoque de la inestabilidad por desproporción sectorial

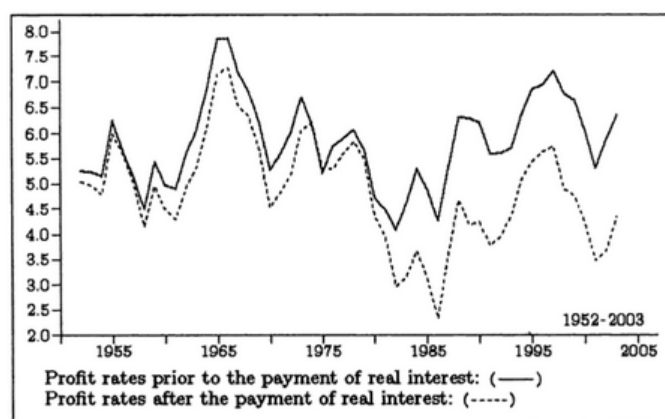
ii) Enfoque del estrangulamiento de los beneficios

Como ya se ha señalado, ambos enfoques tienen en común el planteamiento de que la expansión del sector financiero se ha dado de manera desmedida. La diferencia entre ambas perspectivas, sin embargo, tiene importancia en cuanto al modo en que la financiarización afecta a la economía.

La primera perspectiva dirige su atención a la existencia de un desequilibrio en la proporción deseable entre el sector productivo y el sector financiero. Este desajuste en favor del capital financiero generaría un mayor interés en el establecimiento de políticas económicas favorables para las finanzas, que generaría desajustes en la distribución del excedente y una mayor propensión a la crisis (Chesnais, 2003: 20-24).

Por otro lado, el segundo enfoque dirige la atención a la manera en que se reparte el excedente generado. Según este planteamiento, las finanzas se apropian de una parte creciente de los beneficios del sector real, reduciendo así su capacidad de inversión, tal como muestra el gráfico 3.1. (Duménil y Lévy, [2005] 2001: 30), lo que lleva a la crisis.

**Gráfico 3.1. Tasa de beneficios de corporaciones no financieras en EE.UU. antes y después del pago de los tipos reales de interés (%)**



Fuente: Duménil y Levy, [2005] 2001, p. 30

En esta misma línea, Stockhammer (2004: 21-22) sugiere que es la creciente participación de las corporaciones no financieras en actividades financieras –motivadas por el interés de sus consejos de administración por incrementar el crecimiento de la empresa– lo que reduce la voluntad y capacidad de inversión.

### **3.2.La endogeneidad del dinero**

Como se señala en el epígrafe anterior, uno de los aspectos fundamentales de la teoría de la financiarización es la crítica a la interpretación convencional del dinero como una variable esencialmente exógena en la economía.

La escuela poskeynesiana, y más concretamente quienes tratan el problema de la financiarización dentro de ésta, parten del supuesto de que, debido al actual nivel de desarrollo y complejidad del mundo financiero, no se puede considerar el dinero como una variable exógena de la economía, dado, en primer lugar, su continuo intercambio por los derivados de activos en las transacciones financieras globales y en segundo lugar, por el carácter fiduciario del dinero y el modo en que los bancos centrales modernos cubren las necesidades de liquidez de la banca privada. La primera cuestión fue motivo de interés para Minsky (1990), tal y como se explica en el Anexo II, y posteriormente varios economistas han redundado en esta idea. Como plantea Kindleberger:

*“Confronted by the consequences of private financial expansion, modern monetarists have difficulty in deciding whether they should define money as M1, M2, M3 or some other designation. Some analysts, Kindleberger remarks, have gone as high as M7. The confusion highlights the major problem of the post-Bretton Woods system of privatized credit creation: the perpetual drive of financial innovation ensures that as soon as the central bank gets a fix on one Mi, “once the market gets the bit in its teeth, it creates new financial instruments, a new money Mj” (Nesvetailova, 2006: 63)*

Sin embargo, como se señala en el Anexo II, la endogeneidad del dinero no es un planteamiento completamente novedoso. Keynes plantea esta cuestión en el 2 del Libro I de su obra *A Treatise on Money*, advirtiendo además de los riesgos que implica la facilidad de sufrir efectos contagio: *“Un sistema monetario de este tipo sería esencialmente inestable, pues cualquier acontecimiento que tendiera a influir en la conducta de la mayoría de los bancos en el mismo sentido, ya fuera hacia atrás o hacia adelante, no encontraría ninguna resistencia y podría desencadenar un violento movimiento de todo el sistema”* (Keynes, 1930: 38).

En cualquier caso, en primer lugar, es necesario situar el debate acerca del carácter del dinero en la economía actual, teniendo en cuenta que los sucesivos planteamientos monetarios poskeynesianos que repasaremos parten del supuesto de un Estado con

soberanía monetaria, por lo que no son completamente aplicables a los Estados de la Unión Monetaria Europea. Según los planteamientos convencionales de la economía neoclásica-keynesiana, la base monetaria, emitida por los bancos centrales compone una parte fraccional de la oferta monetaria existente en una economía. Esto es así, dado que la oferta monetaria es el resultado de la interacción entre la base monetaria dada y el multiplicador del dinero, que responde positivamente a factores como las elevaciones en los tipos de interés, fomentando la inversión de los agentes económicos; o bien a otros factores como la reducción de los precios de activos reales y de la variable riqueza.

Para la economía convencional, la base monetaria, a través de la interacción con el multiplicador del dinero, genera una oferta monetaria, cuyo valor dependerá de ambas variables. Atendiendo a esta cuestión, en cierto modo, se podría pensar que la economía convencional o neoclásica también considera a la oferta monetaria como una variable endógena por la influencia que sobre ésta ejerce la preferencia por la liquidez sobre el efectivo en manos del público y la evolución de depósitos a corto y largo plazo. Sin embargo, la base monetaria es el elemento más importante en la determinación de la oferta monetaria para la macroeconomía convencional. El enfoque poskeynesiano del dinero, sin embargo, parte de unas premisas diferentes.

Para los poskeynesianos la endogeneidad monetaria no se deriva únicamente del efecto expansivo de la existencia de depósitos o inversiones líquidos o *cuasi* líquidos en M2, M3, o ulteriores mercados financieros/monetarios sobre la base monetaria establecida por el banco central. Su planteamiento acerca de la endogeneidad del dinero parte del efecto del crédito sobre los balances bancarios y por extensión sobre los balances de entidades no financieras. Para Minsky, la discrepancia acerca de la endogeneidad o exogeneidad del dinero nace del enfoque de cada una de estas escuelas:

*(...) the exogeneity/endogeneity of money issue is linked to the analyst's conception of the economic process. If the analyst's priors are that the monetary mechanism determines only the Price level and the rate of change of the Price level, then the view would be that the money supply is exogenous: the neoclassical vision and the exogeneity of money are linked. If the priors are that the monetary mechanism is a main player in the determination of investment and through investment the level of aggregate demand then the monetary supply is endogenously determined in the financing processes: the Keynesian vision goes along with the endogeneity of money.*" (Minsky, 1990: 209)

La secuencia de creación de dinero supone la inversión del supuesto convencional de creación del dinero y no es más que la extensión del supuesto keynesiano-kaleckiano ya señalado (véase epígrafe 2.2.3.): Del mismo modo que los poskeynesianos consideran que es la inversión la que genera el ahorro, consideran que el crédito es la causa de los depósitos, invirtiendo el planteamiento convencional. La expansión de la oferta monetaria se da por el papel del crédito en la creación de nuevos depósitos. Para las entidades financieras en las modernas economías fiduciarias con regímenes cambiarios flotantes, el esquema neoclásico de la transmisión de activos desde el banco central al banco comercial se habría invertido.

La economía convencional considera que el banco central emite una cantidad dada de liquidez al mercado y la banca comercial utiliza esa liquidez para generar nuevos préstamos. Por tanto, el alcance de sus inversiones y préstamos en el futuro, se ajusta al tamaño de la reserva fraccional con la que cuenta en función de la magnitud de sus depósitos previos.

La premisa subyacente detrás de la secuencia de creación monetaria de la Nueva Síntesis Neoclásica, por tanto, es que los depósitos existentes –es decir, el nivel de ahorro de la banca–, son los que determinan la cantidad de préstamos que podrán ofrecer las instituciones financieras –o equivalentemente, el nivel de inversión que podrá llevar a cabo–. El papel del tipo de interés en este esquema sería el de mecanismo de ajuste endógeno entre la oferta y demanda de préstamos, depósitos u otras inversiones. La autoridad monetaria decide el nivel del tipo de interés en función de la situación macroeconómica de la economía real, y, por tanto, del nivel del tipo de interés real que emana de la misma –generalmente siguiendo la Regla de Taylor–, y la demanda de dinero se ajusta de este modo a la oferta monetaria que surge de dicho tipo de interés.

Para la escuela poskeynesiana este planteamiento podría ser válido mientras el patrón oro existió, porque la restricción de mantener el valor de la divisa internacional al valor de una mercancía como el oro, endogeneizaba los tipos de interés, y la base monetaria emitida era limitada por la restricción de las reservas (Wray, 2001: 10-11). Sin embargo, el fin del patrón oro en 1971, y especialmente, el establecimiento de unos tipos cambiarios flotantes en los Acuerdos de Jamaica, ponen fin a este marco económico.

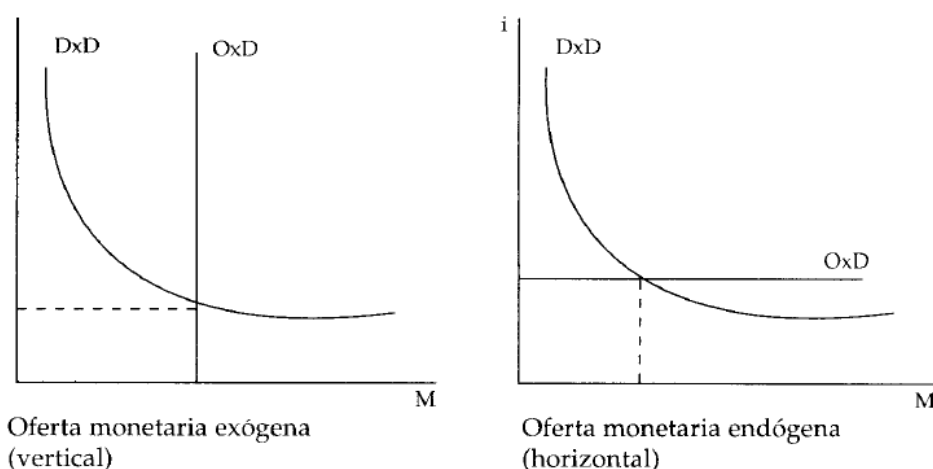
Los poskeynesianos afirman que, dado el modo de funcionamiento actual del sistema crediticio y su relación con los bancos centrales, no se puede considerar que la

oferta de dinero sea determinada por el banco central a través de la base monetaria. Según sus planteamientos, el banco central no puede controlar la oferta monetaria, como ya se ha señalado, por dos razones: primero, por la sustituibilidad entre dinero y activos considerados líquidos y, además, porque los modelos de reserva fraccionaria no se corresponden con la actuación real de los bancos centrales en la actualidad.

Su secuencia de la financiación de la banca comercial pone en primer lugar la concesión de préstamos y posteriormente el ajuste de los niveles de reservas mediante la compra o venta de activos a la autoridad monetaria. De este modo la inversión precede y causa al ahorro y no al contrario. Es decir, la oferta monetaria se ajusta a la demanda de dinero de la economía y el tipo de interés real, al menos en el corto plazo, es la variable exógena determinada por el banco central en función de sus objetivos macroeconómicos. Por lo tanto, la función real de la política monetaria no es la determinación de la oferta monetaria sino el control, al menos a corto plazo, de los tipos de interés. El gráfico 3.2.1. (Fuente: García, 1994; p.146) muestra la representación gráfica de ambos planteamientos:

**Gráfico 3.2.1.** Representación simple de la oferta monetaria neoclásica y poskeynesiana

#### CURVAS DE OFERTA MONETARIA



Pese a que la escuela poskeynesiana acepta en su conjunto el supuesto de la endogeneidad del dinero, no hay una posición común en cuanto a la manera en que se determina. Durante el periodo de la Gran Moderación, se dio un debate entre dos posturas (Alvarado, 2011; 50-53): los horizontalistas, quienes postulaban que únicamente, mientras la banca comercial sea solvente, el único factor en el establecimiento de la tasa de interés real a corto plazo será el banco central; y los estructuralistas, que sugieren que el propio desarrollo macroeconómico influye en el establecimiento de los tipos de interés real. Según estos últimos, los periodos de crecimiento económico fomentan una elevación



del tipo de interés real y el establecimiento de mayores limitaciones de oferta a la demanda de dinero, ya que la expansión del crédito provoca una creciente preocupación de la banca comercial acerca de sus balances y la solvencia de sus prestatarios (Arestis, 1996: 618).

El papel endógeno o exógeno del dinero en la macroeconomía no es una cuestión menor. Los planteamientos del dinero exógeno entienden que los incrementos de la oferta monetaria implican una subida del nivel general de precios y que el ahorro de la economía impulsa el crédito. Por el contrario, en el supuesto de endogeneidad del dinero subyace la idea de que son los factores del lado de la demanda los que impulsan el crédito en función de las expectativas de rentabilidad del proceso de producción. Los precios poskeynesianos se establecen a través de los precios de cobertura de costos totales de la producción además de por la propia estructura del mercado y el grado de monopolio del mismo (Arestis, 1996: 619-621). De nuevo, estas ideas se entroncan con la concepción de una economía monetaria de producción cuyo motor es la búsqueda del beneficio bajo unas condiciones de producción y de mercado dadas.

### **3.3. La Teoría Monetaria Moderna**

Uno de los planteamientos más novedosos del poskeynesianismo en el periodo de la Gran Moderación es el surgimiento de la Teoría Monetaria Moderna (TMM). Sus planteamientos son formulados a finales de la década de 1990 por el profesional financiero Warren Mosler y se apoyan en los modelos stock-flujo de Wynne Godley. En el mundo académico, el principal difusor de estas ideas ha sido Randall Wray. La TMM plantea un nuevo enfoque sobre el dinero; recupera los debates acerca de su origen histórico y acerca de su función en la actualidad. El director de tesis de Randall Wray fue H.P. Minsky y, como veremos, inspira buena parte de sus planteamientos.

El debate acerca de qué es realmente el dinero es antiguo, y los economistas de la Teoría Monetaria Moderna establecen en Knapp y los chartalistas a sus predecesores. De hecho, se consideran a sí mismos como neochartalistas, en cuanto que aceptan como válida la hipótesis de que el dinero surgiese de la coacción del Estado para el pago de impuestos en la unidad de cuenta que éste decidiese, frente a la hipótesis convencional que considera que el dinero nace como abstracción del valor intercambiado para sustituir los intercambios de trueque previos.

Según plantean los neochartalistas, el dinero nace como una expresión deliberada de deuda impositiva desde el Estado hacia las clases contribuyentes en la Antigüedad, y su esencia no habría cambiado. El Estado, o la entidad supraestatal correspondiente en el caso de la UME, es el agente que determina la moneda –sin que tenga que guardar relación con una mercancía ni el valor de la misma– y, de ser moneda fiduciaria, quien la emite. Keynes apreció las aportaciones de Knapp acerca del origen del dinero (1930: 20-21) y los neochartalistas han redundado en esta caracterización. Consideran que, en la economía actual, una vez emitido desde el Estado hacia los bancos, el dinero creado de manera endógena por la concesión de créditos es un equivalente perfecto del emitido por el propio Estado. Es decir, el Estado impone al mercado el mecanismo de deuda emitiéndolo a la banca, y acepta su equivalente endógeno sin necesidad de que, cuantitativamente, haya sido generado por él (Wray, 1998b: 6).

El dinero creado endógenamente, que es un reconocimiento privado de deuda, es válido en tanto que sirve como medio de pago de la unidad de cuenta admitida por el Estado. Como vemos, el planteamiento es distinto a la hipótesis aceptada por la escuela neoclásica en la que el dinero nace del propio desarrollo del mercado: *“Rather than focusing on money as a medium of exchange, this focus is on money as means of payment-to retire liabilities”* (Wray, 1998b: 7).

### **3.3.1. La política fiscal en la TMM**

Dado que el dinero nace como obligación de pago hacia quien lo emite –es decir, el Estado–, las implicaciones fiscales son interesantes: el pago de impuestos es un mecanismo estatal para retirar oferta monetaria del mercado y la emisión de deuda estatal y de gasto público sirve para inyectar liquidez al mercado. Por tanto, en un sistema de moneda fiduciaria, la política fiscal pasa a ser considerada como el mecanismo de control de la oferta monetaria generada endógenamente en la economía y sobre la que los poskeynesianos consideran que la política monetaria no tiene capacidad del control (véase el epígrafe 3.2.).

El modo en que la política fiscal se convierte en un instrumento anticíclico no es únicamente, como se plantea desde la economía convencional, por la recaudación del valor generado en la economía privada vía impuestos destinada a cubrir o hacer sostenible el endeudamiento vía gasto público, sino que detrás de estos fenómenos se encuentra un mecanismo de contracción o expansión de la oferta monetaria por sus efectos en la

demanda agregada y por tanto, sobre la demanda de dinero (Wray, 1998a: 3), y por tanto, de limitación o estímulo del crecimiento económico.

En este punto, la TMM se apoya en el enfoque del macroeconomista Wynne Godley –cuyos fundamentos se explican en el Anexo IV–, que expande los principios de la contabilidad nacional al equilibrio macroeconómico, y que se conoce como análisis de balances sectoriales, donde la suma de los balances financieros consolidados de los tres sectores económicos planteados –déficit del sector privado, déficit público y saldo de la balanza por cuenta corriente– debe ser igual a cero. Su planteamiento parte de la premisa de que toda actividad económica tiene implicaciones sobre la riqueza para sus participantes, siguiendo el principio contable de partida doble. En este marco, integra sus modelizaciones dinámicas bajo una serie de supuestos keynesianos-kaleckianos, según unas normas *stock-flow*.

Los planteamientos de partida doble que Godley aplica, son útiles para los supuestos neochartalistas, en tanto que son coherentes con su análisis acerca del papel de la política fiscal. Según plantea la TMM, dado que el dinero es, en última instancia, el medio de pago de las deudas fiscales de una economía, es un activo cuyo flujo hacia el sector privado genera necesariamente un pasivo en el sector público. Por lo tanto, si el sector privado tiene un saldo financiero positivo, el sector público incurrirá en déficit.

El déficit público no es para la TMM un freno potencial de los agentes privados, sino que es la principal palanca para la elevación de la demanda agregada. Para ello plantean la aplicación de una serie de políticas fiscales dirigidas a uno de los objetivos económicos de mayor interés para el poskeynesianismo: alcanzar el pleno empleo en el mercado laboral a través de programas estatales de empleo garantizado. Tras la crisis de 2008 esta propuesta ha cobrado un relativo interés.

Como vemos, el enfoque poskeynesiano de la TMM difiere notablemente del derivado de los estudios neoclásicos y neokeynesianos en los que el déficit del Estado monopoliza la inversión del ahorro generado en el sector privado provocando efectos recesivos en la economía por la reducción de la oferta financiera disponible para la inversión privada. La conjunción de los planteamientos de los tres balances sectoriales con la hipótesis keynesiana-kaleckiana por la que la inversión genera el ahorro (véase el epígrafe 2.3) lleva a concluir que es el déficit público el que genera la inversión necesaria

para impulsar la demanda agregada, y de este modo es el principal instrumento para generar el ahorro privado.

### **3.3.2. La política fiscal como herramienta para lograr el pleno empleo**

La apuesta por la aplicación de políticas económicas destinadas a lograr el pleno empleo no es una novedad en el poskeynesianismo. Uno de los supuestos de los modelos poskeynesianos es el subempleo de recursos, incluida la fuerza laboral. En general, esta escuela tiene muy presente la realidad macroeconómica del desempleo y siempre ha concedido importancia a la aplicación de políticas económicas alternativas con las que erradicar el desempleo involuntario.

Como se señala en el epígrafe 2.2., Minsky mostró interés por el problema del paro en la sociedad estadounidense, proponiendo la sustitución de los programas de lucha contra la pobreza por programas de empleo en los que el Estado y los municipios sirviesen como empleadores de último recurso (Minsky, 1965: 195). No en vano, buena parte de las ideas de la TMM en torno al trabajo garantizado emanan de las propuestas de Minsky (Wray, 2007; 14).

La propuesta del Trabajo Garantizado ha pasado a ser uno de los elementos centrales de la TMM. El desempleo crónico es para sus defensores, una de las características principales de la economía de mercado. Partiendo de los principios expuestos en los epígrafes 3.3. y 3.3.1. la TMM plantea que el Estado debe incurrir en déficit con el fin de alcanzar el pleno empleo. Esta afirmación confronta directamente con los planteamientos neoclásicos y neokeynesianos por dos vías: en primer lugar, no acepta como válida la hipótesis de que el nivel de empleo se ajuste a las necesidades de la oferta agregada y deba mantenerse oscilante en torno a la tasa de desempleo no generadora de inflación siguiendo el planteamiento de la curva de Phillips. En segundo lugar, considera deseable el aumento del déficit público si con él se logra alcanzar el pleno empleo en el mercado laboral.

El riesgo inflacionista es descartado por la TMM ya que plantean los programas de trabajo garantizado como instrumentos contracíclicos. Es decir, la magnitud del programa depende de la coyuntura económica, ya que el planteamiento no es sustituir el empleo privado por empleo público. Más bien, el trabajo garantizado se concibe, como planteaba Minsky, a modo de empleador de último recurso, que en periodos de

decaimiento económico pueda sostener unos niveles de ingresos a los hogares con los que mantener o impulsar el nivel de demanda agregada.

Según afirma Wray (2007; 19), su aplicación no supondría más del 1% del PIB estadounidense dado que su limitación es el alcance del pleno empleo de la fuerza laboral con un precio de salario mínimo o superior, pero sin alcanzar los niveles salariales del sector privado. De este modo, los costes no serían mucho mayores que los derivados del pago del seguro de desempleo existente en la mayor parte de economías avanzadas, con la diferencia de que el destino del trabajo garantizado, según proponen, debería ser dar cobertura a aquellas áreas en las que la economía privada no participa, tales como las labores de cuidado medioambiental, acompañamiento de la tercera edad que vive sola, u otras tareas que la sociedad considere como necesarias.

Es decir, se generarían externalidades positivas en la sociedad, al tiempo que se estimula la demanda agregada en periodos recesivos. Por otro lado, según plantea Tcherneva (2003: 12), el empleo garantizado permite instruir a la fuerza laboral desempleada en trabajos cuya experiencia pueda ser valorable en el sector privado, de manera que las externalidades positivas no se dirigen únicamente a la sociedad sino también a la economía privada.

A modo de conclusión, es necesario señalar que la TMM no ha sido bien acogida por los académicos de la economía convencional. Su principales argumentos son: la incorrección de la relación entre creación monetaria y creación de demanda (Krugman, 2012), y que, aun aceptando la capacidad ilimitada del Estado para generar dinero y de este modo influir sobre la demanda agregada, la Teoría Monetaria Moderna infravalora los negativos efectos que tiene el endeudamiento estatal sobre el valor flotante de la moneda, pudiendo generar sucesivas devaluaciones, inflación y de este modo, la pérdida de poder adquisitivo de su economía (Rallo, 2014). En cualquier caso, los planteamientos de la Teoría Monetaria Moderna han suscitado un relativo interés en el mundo académico poskeynesiano y han llevado a la controversia con las escuelas económicas convencionales.

Los tres apartados de este apartado han sido ampliamente trabajados por los círculos poskeynesianos a partir de los planteamientos de la época de la Gran Moderación y han recibido un mayor interés académico desde el estallido de la burbuja financiera de 2008, por su gran énfasis en la importancia actual del sector financiero y su atención a la

evolución del mismo. En el siguiente apartado vamos a repasar cómo los efectos de la crisis han influido sobre el pensamiento económico poskeynesiano y sus tendencias de estudio.

#### **4. La Gran Recesión (2008-2018)**

Si el poskeynesianismo durante la etapa de la Gran Moderación estudió desde la crítica a la expansión de las finanzas el desarrollo económico, con el comienzo de la crisis financiera de 2008 vio corroborados algunos de sus diagnósticos acerca de la creciente inestabilidad que comportaba el rumbo económico. Buena parte de los estudios poskeynesianos desarrollados en este periodo redundan en el análisis empírico de las abundantes teorías financieras desarrolladas en la etapa previa.

El objetivo de este apartado, sin embargo, no es hacer un repaso exhaustivo de las interpretaciones poskeynesianas de la crisis. Buena parte de los análisis planteados en este sentido han utilizado la base teórica y conceptual desarrollada ya en los apartados anteriores, especialmente los planteamientos *minsky*anos y de la TMM (Wray, 2009; Wray, 2012; Esposito y Mastromatteo, 2016), así como el enfoque sectorial de Godley (Nikiforos et al., 2016) y las teorías de la financiarización (Stockhammer, 2012).

Por el contrario, en este apartado se introducirán las principales lecturas poskeynesianas acerca de la crisis de deuda soberana que sufrimos las economías de la Eurozona entre 2010 y mediados de 2014, por ser uno de los fenómenos sobre los que el poskeynesianismo ha centrado mayor atención, y por la relevancia especial que tiene para nuestro país.

##### **4.1. Lecturas poskeynesianas de la crisis del Euro**

Uno de los sucesos económicos que ha centrado más la atención del mundo económico a lo largo de la Gran Recesión ha sido la crisis de las economías de la Unión Monetaria Europea (UME).

La crisis del Euro se caracteriza por la traslación de los riesgos de impago de la deuda desde el sector privado hacia el Estado, pasándose así de una crisis financiera privada a una crisis de deuda soberana. En su artículo de 1992 “*Maastricht and All That*”, W. Godley advertía del riesgo que implicaba la pérdida de la soberanía monetaria en tanto

que elimina la opción de los Estados de utilizar la devaluación de su divisa para hacer sostenibles sus deudas. Esta es una cuestión central de la crítica poskeynesiana a la construcción del Euro, ya que los planteamientos poskeynesianos expuestos acerca de la cuestión monetaria (véase epígrafes 3.2 y 3.3) parten del supuesto de la posesión de una divisa soberana bajo un régimen cambiario de tipos flotantes, por lo tanto, los países de la UME habrían perdido la capacidad de aplicar de manera soberana estas políticas.

Para la escuela poskeynesiana, la política fiscal es un instrumento de emisión o retiro de dinero de la economía. Todo Estado con moneda soberana puede regular, a través del signo de su saldo público consolidado, el nivel de riqueza de la economía privada, influyendo así en el ciclo económico. Kelton y Wray (2009, 9-10) plantean que la cesión de soberanía monetaria y las limitaciones en materia fiscal de los países de la UME ha llevado a sus gobiernos a dirigir su rumbo económico hacia la exportación, siendo la balanza comercial la única vía para mantener la demanda agregada y el crecimiento económico. Por tanto, la contención salarial se habría convertido en la mejor herramienta disponible para los países de la UME, cada vez más dirigidos hacia la exportación, especialmente en los países periféricos.

Sin embargo, cuando la exportación neta no tiene los resultados esperados sobre el impulso de la demanda agregada, y ante la imposibilidad de utilizar políticas monetarias y fiscales de manera soberana, los problemas económicos se trasladan a los tipos de interés de la deuda pública por la transmisión del riesgo hacia la propia solvencia del Estado, como sucedió durante los años de la crisis de deuda europea (Nersisyan et al., 2010: 7-10). Dado que los Estados miembro de la UME ceden su soberanía monetaria al BCE, en cierto modo, esto supone para los poskeynesianos que las economías del Euro operan *de facto* en moneda extranjera, de manera que los déficits en la balanza por cuenta corriente implican –bajo las restricciones monetarias y fiscales ya explicadas– una pérdida neta de riqueza de estas economías, que pone en cuestión la capacidad de pago de unas deudas obtenidas *en moneda extranjera* sobre la que no se tiene ningún poder efectivo.

Un último aspecto a señalar de la crisis europea desde la perspectiva poskeynesiana es la utilización de la expansión cuantitativa (QE por sus siglas en inglés) por parte del BCE. Caldentey llamó la atención recientemente acerca de cómo la aplicación de la QE no solo ha tenido efectos expansivos sobre la liquidez, sino que plantea, en la línea de Minsky que, al llevar a cabo medidas de compra masiva de títulos

de deuda a tipos de interés cercanos al cero por ciento, los bancos centrales han estimulado un nuevo crecimiento de los mercados secundarios de deuda, de manera que los riesgos inherentes a la comercialización de activos financieros complejos continúa latente en la economía (Caldentey, 2017: 22-24).

## **5. Conclusiones**

El objetivo de este trabajo de fin de grado ha sido realizar una evaluación acerca de la evolución de las lecturas poskeynesianas sobre las finanzas y su interrelación con la crisis en la economía actual, a la luz del papel que ha jugado el sector financiero a lo largo de los últimos cuarenta años, así como sus efectos monetarios. Para ello, hemos repasado el origen de la escisión poskeynesiana, sus corrientes y el proceso de intercambio teórico que han llevado a cabo desde su formación. Posteriormente hemos abundado en las hipótesis de Minsky para observar su influencia sobre las tres principales innovaciones teóricas de la época de la Gran Moderación. Por último, nos hemos aproximado a los planteamientos poskeynesianos acerca de la crisis de deuda soberana que sufrió la Eurozona con el estallido de la crisis.

La crisis económica de 2008, que en estas fechas cumple una década, ha sido objeto de diversos estudios, análisis y propuestas a lo largo de estos años. Durante los primeros años de la crisis se sostuvo que existía una crisis en el pensamiento económico. Aunque ha habido nuevas incorporaciones en cuanto al sector financiero por parte de la economía convencional, así como una mayor regulación del sector, parece que no ha habido grandes variaciones en los planteamientos de la economía, ni se ha otorgado una importancia teórica mucho mayor al sector financiero, como proponían muchas de las voces críticas. Con este trabajo se ha pretendido llamar la atención acerca del debate – existente, aunque no demasiado divulgado– actual del pensamiento económico, centrando el interés en los planteamientos fundamentales de una escuela económica tradicionalmente poco difundida, como es la escuela poskeynesiana.

A lo largo del texto se ha expuesto una parte relevante de los últimos trabajos de la escuela poskeynesiana en materia financiera y monetaria. Uno de los objetivos del presente estudio ha sido plantear que las diferencias entre la escuela poskeynesiana y las escuelas económicas convencionales no se limitan únicamente a su metodología y sus modelos. Con este trabajo he pretendido enfatizar que las diferencias entre ambos grupos



no son formales, sino que nacen de las diferencias en torno al problema de la concepción de la economía.

Como hemos visto, mientras que la escuela poskeynesiana caracteriza a la economía en torno a los problemas de la producción y el objetivo empresarial del beneficio, las escuelas convencionales fundamentan sus análisis en una perspectiva notablemente diferente, otorgando a la cuestión de la distribución de recursos el papel central de la actividad económica.

Consecuentemente, si el enfoque es distinto, también lo es el método de análisis. Las escuelas convencionales buscan dotar de una coherencia microeconómica —es decir, adaptándola a la microeconomía, que es la esfera en la que se explicita la relevancia de la distribución— a los modelos macroeconómicos bajo el principio de que las variables macro deben expresar la agregación aritmética del comportamiento de los agentes. Por el contrario, la escuela poskeynesiana intenta entender de qué manera se logra o se frustra la obtención de beneficios por parte del capital en un marco de producción monetaria, donde el comportamiento de las variables macroeconómicas y, por tanto, del entorno económico, tiene implicaciones relevantes sobre la realización global de las ganancias y la demanda agregada como expresión de las variaciones de la producción en función de la rentabilidad, determinando de esta manera el ciclo.

La gran importancia que otorga la economía poskeynesiana al mundo de las finanzas no escapa de la causalidad descrita. Las finanzas son para los poskeynesianos la vía para la obtención de crédito por parte de la industria, con el que llevar a cabo la inversión y la producción que permitan la realización del beneficio, pero su papel en esta secuencia no es la mera intermediación entre el ahorro y la inversión sino que, al operar en la intermediación como empresarios, la búsqueda de su propio beneficio les impulsa a operar de un modo que tiende a incrementar la inestabilidad potencial de un sistema crediticio respaldado en la gran sustituibilidad del dinero por los activos financieros, incluidos de manera creciente los títulos de deuda. La búsqueda de mayores niveles de rendimiento financiero genera así un creciente riesgo en los mercados financieros que se traslada al sector productivo de la economía y al tipo de cambio.

En conclusión, el sector financiero juega un papel central en el poskeynesianismo por la concepción y caracterización que esta escuela hace de la economía, que es sustancialmente distinta a la que plantean las escuelas neoclásica y neokeynesiana.

La principal conclusión de este trabajo es, por tanto, que tradicionalmente se ha dado una importancia relativamente reducida a la propia concepción de la economía por parte de las distintas corrientes de pensamiento y, de este modo, a los supuestos iniciales de análisis económico a la hora de presentar la divergencia entre la escuela poskeynesiana y las corrientes económicas convencionales.

Todo debate, tanto en la ciencia económica como en el resto de ciencias sociales, debería abordar las diferencias entre distintas corrientes de pensamiento desde el rigor científico, dando espacio para el debate mientras no se haya obtenido una ley concluyente. Como sucede en cualquier ciencia social, la economía parece estar lejos de obtener leyes inexorables, de manera que, en un contexto de relativa agitación económica como la vivida durante la última década, el debate abierto entre distintas corrientes debería ser la norma.

Por el contrario, el mundo de la ciencia económica parece excluir la discusión científica, que aparenta ser más bien la excepción. La eliminación o marginación del debate entre corrientes puede ser un impedimento para el contraste y quizás la incorporación de nuevos paradigmas que puedan aportar avances en el conocimiento actual del funcionamiento económico. Es por esta razón que considero relevante la revisión bibliográfica expuesta en el presente trabajo.

Si bien el espíritu de este trabajo ha sido el establecer una exposición cronológica y ordenada de cómo las teorías financieras y monetarias poskeynesianas han evolucionado hasta sus planteamientos actuales, considero que el presente estudio debería ser complementado con un análisis, al mismo nivel, de las principales innovaciones teóricas neoclásicas y neokeynesianas en las últimas décadas, a fin de poder plantear un contraste honesto sobre la validez teórica de las distintas perspectivas. Igualmente, la revisión de los variados contrastes empíricos de las teorías aquí expuestas (Véase el epígrafe 4.), podría ser útil para aceptar o rechazar la validez de las mismas.

En cualquier caso, para poder plantear este tipo de cuestiones, es fundamental haber comprendido las diferencias conceptuales y teóricas básicas entre la economía convencional y la economía poskeynesiana. Con este trabajo de fin de grado pretendo haber introducido los elementos básicos y centrales para facilitar posteriores debates.

## **REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

**AKERLOF, G.A. Y SHILLER, R.J. (2009):** *Animal Spirits. Cómo influye la psicología humana en la economía*, Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

**ALVARADO, F. (2011):** “La hipótesis postkeynesiana del dinero endógeno: evidencia empírica para Colombia 1982-2009”, *Ensayos de Economía*, n° 38, 2011. Disponible en <https://revistas.unal.edu.co/index.php/ede/article/download/27887/28128%3A%3Apdf>

**ARESTIS, P. (1996):** “Economía postkeynesiana: hacia la coherencia”. En Etzezarreta, Miren (coord.). *Crítica a la economía ortodoxa*. Badalona (Barcelona). Universidad Autónoma de Barcelona, pp. 607-635. Publicación original: “Post Keynesian Economics: Towards Coherence”. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, n° 1, 1996. pp. 111-135.

**ARESTIS, P; McCAULEY, K; y SAWYER, M. (2001):** “The Future of the Euro: Is There an Alternative to the Stability and Growth Pact?”, *Levy Institute Public Policy Brief*, n° 63. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/pubs/hili63a.pdf>

**ARESTIS, P. y SAWYER, M. (2003):** “Macroeconomic Policies of the Economic Monetary Union: Theoretical Underpinnings and Challenges”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper, n° 385. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp385.pdf>

**ARIAS, X. C. y COSTAS, A. (2011):** *La torre de la arrogancia*, Barcelona: Editorial Ariel.

**ARRIZABALO, X. (2014):** *Capitalismo y Economía Mundial*, Madrid: Instituto Marxista de Economía (IME).

**CALDENTY, E. (2017):** “Quantitative Easing, Changes in Global Liquidity and Financial Instability”, Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper n° 1701.

**DUMÉNIL, G. y LÉVY, D. (2001):** “Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis”. En Epstein, G. (2005) *Financialization and the World Economy*, pp. 17-45. Public. original en *Review of International Political Economy*, Vol. 8, n° 4, pp. 578-607

**EPSTEIN, G. (2005):** *Financialization and the World Economy*. (Northampton) Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc. Disponible en [https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=fZnQf2IBO4YC&oi=fnd&pg=PR7&dq=epstein+2005+financialization&ots=4dyPYHpmJG&sig=TaJCpLs09AHTzsCs\\_Hd1\\_yzAjSo#v=onepage&q=epstein%202005%20financialization&f=false](https://books.google.es/books?hl=es&lr=&id=fZnQf2IBO4YC&oi=fnd&pg=PR7&dq=epstein+2005+financialization&ots=4dyPYHpmJG&sig=TaJCpLs09AHTzsCs_Hd1_yzAjSo#v=onepage&q=epstein%202005%20financialization&f=false)

**FERNÁNDEZ, A. (1985):** *Política económica coyuntural*, Madrid: Ediciones ICE

**FISHER, I. (1933):** “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”. En *Econometrica*, Vol. 1, n° 4, pp.337-357. Octubre de 1933. Disponible en <https://www.jstor.org/stable/1907327?origin=JSTOR-pdf>

**GARCÍA, M. (1994):** “Endogeneidad del dinero y tasa de interés”, *Cuadernos de Economía*, v. XIV, n° 21, Bogotá, 1994, pp. 143-155. Disponible en <https://revistas.unal.edu.co/index.php/ceconomia/article/view/14051/20364>

- GODLEY, W. (1992):** “Maastricht and All That”, *London Review of Books*, vol. 14, nº 19, 8 de octubre de 1992. Disponible en <https://www.lrb.co.uk/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that>
- GODLEY, W. y WRAY, R. (1999):** “Can Goldilocks survive?” Policy Note, 1999, nº 4, The Levy Institute of Bard College. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/publications/can-goldilocks-survive>
- GODLEY, W. (2003):** “The U.S. Economy: A Changing Strategic Predicament”, *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute, Marzo de 2003. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/publications/the-us-economy>
- HUDSON, M. (1998):** “Financial Capitalism v. Industrial Capitalism”, *The Other Canon Conference on Production Capitalism vs. Financial Capitalism*. Oslo, Septiembre de 1998.
- KARWOWSKI, E. y STOCKHAMMER, E. (2016):** “Financialisation in Emerging Economies: A Systematic”, *Post Keynesian Economics Study Group*, Working Paper 1616. Disponible en <http://www.postkeynesian.net/downloads/working-papers/PKWPI616.pdf>
- KELTON, S. y WRAY, R (2009):** “Can Euroland Survive?” *Public Policy Brief*, nº 106. The Levy Economics Institute of Bard College. Disponible en [http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb\\_106.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_106.pdf)
- KEYNES, J.M. (1930):** Tratado sobre el dinero. España: Editorial Síntesis, Fundación ICO, 2010.
- KREGEL, J. (2008):** “Using Minsky’s Cushions of Safety to Analyse the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market” The Ideas Working Paper Series, nº 4. Disponible en [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1123937](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1123937)
- KRUGMAN, P. (2012):** “Minsky and Methodology (Wonkish)”, *The New York Times*, Sección “The Opinion Pages”, 27 de marzo de 2012. Disponible en [https://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/27/minsky-and-methodology-wonkish/?\\_php=true&\\_type=blogs&\\_r=0](https://krugman.blogs.nytimes.com/2012/03/27/minsky-and-methodology-wonkish/?_php=true&_type=blogs&_r=0)
- LAEVEN, L. y VALENCIA, F. (2012):** “Systemic Banking Crises Database: An Update Prepared by Luc Laeven and Fabián Valencia”. *IMF Working Paper* (Junio 2012) WP/12/163. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>
- LAVOIE, M. (2004):** *La economía postkeynesiana*, Barcelona: Icaria Editorial.
- LAVOIE, M (2005):** “Do Heterodox Theories Have Anything in Common? A Post-Keynesian Point of View”. *Journal of Economics*, Vol. 3, Núm. 1, pp. 87-112. Disponible en <https://www.elgaronline.com/doc/journals/ejeep/3-1/ejeep.2006.01.08.pdf>
- MATEO, J. P. (2015):** “La financiarización como teoría de la crisis en perspectiva histórica”. *Cuadernos de Economía*, Vol. 34, Núm. 64, pp. 23-44. Disponible en <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/4948220.pdf>

- MINSKY, H. (1965):** "The Role of Employment Policy", en Gordon, M. S. (coord.) (1965) *Poverty in America*, San Francisco: Chandler Publishing Company, pp. 175-200. Hyman P. Minsky Archive. N° 270. Disponible en [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/270](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/270)
- MINSKY, H. (1986):** "Stabilizing an Unstable Economy: The Lessons for Industry, Finance and Government". Hyman P. Minsky Archive. N° 513. Disponible en [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/513](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/513)
- MINSKY, H. (1990):** "The Endogeneity of Money". Hyman P. Minsky Archive, n° 430. Disponible en [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/430](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/430)
- MINSKY, H. (1992):** "The Financial Instability Hypothesis". Aldershot: *Handbook of Radical Political Economy*. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- NERSISYAN, Y.; PAPADIMITROU, D. y WRAY, R. (2010):** "Endgame for the Euro? Without Major Restructuring, the Eurozone is Doomed", *Public Policy Brief*, n° 113. The Levy Economics Institute of Bard College. Disponible en [http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb\\_113.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/ppb_113.pdf)
- NESVETAILOVA, A. (2006):** "Fictitious Capital, Real Debts: Systemic Illiquidity in the Financial Crisis of the Late 1990s". *Review of Radical Political Economics*, Vol. 38, n° 1, 2006, pp. 45-70. Octubre de 2004. DOI: [10.1177/0486613405283314](https://doi.org/10.1177/0486613405283314).
- NIKIFOROS, M.; PAPADIMITROU, D y ZEZZA, G (2016):** "Desestabilizing an unstable economy" *Strategic Analysis*, The Levy Economics Institute of Bard College, Marzo de 2016. Disponible en [http://www.levyinstitute.org/pubs/sa\\_mar\\_16.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/sa_mar_16.pdf)
- NIKIFOROS, M. y ZEZZA, G. (2017),** "Stock-flow Consistent Macroeconomic Models: A survey", Working Paper, n° 891, The Levy Economics Institute of Bard College, Mayo 2017. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/publications/stock-flow-consistent-macroeconomic-models-a-survey>
- OECD DATA:** Gasto público (% PIB) de EE.UU., 1970-2015. <https://data.oecd.org/gga/general-government-spending.htm>
- PIÉGAY, P. Y ROCHON, L.-P. (2003):** "Introducción. Dinero endógeno y economías monetarias de producción: la aportación de las teorías monetarias poskeynesianas". En Piégay, Pierre y Rochon, Louis-Philippe (coords.) 2003. *Teorías Monetarias Poskeynesianas*, Móstoles (Madrid): Ediciones AKAL, pp. 9-19.
- POLANYI, K (1944):** *La Gran Transformación*, Madrid: Quipu Editorial, 2007.
- RALLO, J.R. (2014):** "La MMT: una mala teoría", *Blog de Juan Ramón Rallo*. Disponible en <http://juanramonrallo.com/2014/05/la-mmt-una-mala-teoria-economica/index.html>
- ROBERTS, M. (2016):** *La Larga Depresión*, Barcelona: El Viejo Topo/Ediciones de Intervención Cultural. España, 2018.
- RONCAGLIA, A. (2001):** *La Riqueza de las Ideas*. Prensas Universitarias de Zaragoza. Zaragoza, 2006.

- STOCKHAMMER, E. (2000):** “Financialization and the Slowdown of Accumulation”, *Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness*, Working Paper núm. 14. Viena University of Economics and Business Administration. Disponible en <http://epub.wu.ac.at/366/1/document.pdf>
- STOCKHAMMER, E. (2012):** “Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis”, *Political Economy Research Institute*, Working Paper nº 282. Disponible en [https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_251-300/WP282.pdf](https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_251-300/WP282.pdf)
- TAMAMES, R. (1983):** *Introducción a la Economía Internacional*, Sant Vicenç dels Horts (Barcelona): Ediciones Orbis
- TCHERNEVA, P. (2003):** “Job or Income Guarantee?”, Working Paper nº 29, University of Missouri, Kansas City, Agosto de 2003. Disponible en <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.423.5181&rep=rep1&type=pdf>
- TORRERO, A. (2010):** “La crisis real y financiera de la economía española”, *Cuadernos de Información Económica* (nº. 207), pp. 17-20.
- WRAY, R. (1998a):** “Money and Taxes: The Chartalist”. *The Jerome Levy Economics Institute*. Working Paper nº. 222, Enero de 1998. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/publications/money-and-taxes>
- WRAY, R. (1998b):** “Modern Money”. *The Jerome Levy Economics Institute*. Working Paper núm. 252. Disponible en <http://www.levyinstitute.org/publications/modern-money>
- WRAY, R. (2001):** “Understanding Modern Money”. *Centre of Full Employment and Equity*, The University of Newcastle. Australia. Diciembre de 2001. Disponible en [http://e1.newcastle.edu.au/coffee/pubs/workshops/12\\_2001/wray.pdf](http://e1.newcastle.edu.au/coffee/pubs/workshops/12_2001/wray.pdf)
- WRAY, R. (2007):** “The Employer of Last Resort Programme: Could It Work For Developing Countries?” *Economic and Labour Market Papers*, International Labour Office Geneva, Agosto de 2007. Disponible en <http://cfeps.org/elm07-5.pdf>
- WRAY, R. (2009):** “The rise and fall of money manager capitalism: a Minskyan approach”, *Cambridge Journal of Economics*, 2009, nº 33, pp. 807-828. DOI: 10.1093/cje/bep024
- WRAY, R. (2012):** “Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of the Causes, the Fed’s Bailout, and the Future”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, Working Paper nº. 711, Marzo de 2012. Disponible en <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/56974/1/689514182.pdf>